

## INFORME DE ACTUALIZACIÓN

Fecha de Corte al 31 de Diciembre de 2017

**KUROSU & CIA S.A.E.**

**PROGRAMAS DE EMISIÓN DE BONOS PEG G3 Y USD3**

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor			
<b>PEG G3 y USD3</b>	<b>Calificación</b>	<b>Actualización</b>	A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
<b>Fecha de Corte</b>	<b>31/Sep/2017</b>	<b>31/Dic/2017</b>	
<b>Categoría</b>	<b>pyA+</b>	<b>pyA+</b>	
<b>Tendencia</b>	<b>Estable</b>	<b>Fuerte (+)</b>	

*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 o su emisor.*

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

### ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA DEL EMISOR

La calificación asignada por RISK MÉTRICA a la Solvencia de KUROSU & Cia. S.A.E. y a los Programas de Emisión Global (PEG) G3 y USD3, se sustenta en los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo del emisor:

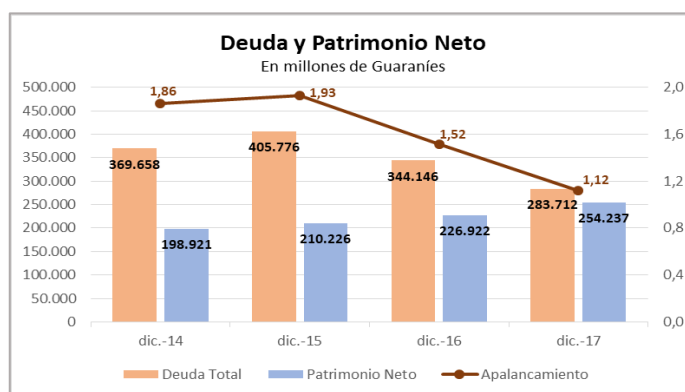
PRINCIPALES FORTALEZAS
Elevado nivel de solvencia patrimonial con adecuada política de reservas y retención de utilidades, registrando un importante aumento en el 2017.
Disminución considerable de la deuda financiera y bursátil de la empresa en el 2017, registrando un bajo nivel de apalancamiento y endeudamiento global.
Adecuado nivel de liquidez y capital de trabajo, con eficiente estructura operacional y flexibilidad financiera.
Aumento de las ventas y la utilidad en el 2017, con disminución de la cartera crediticia y la cartera vencida.
Es una compañía sólidamente establecida desde 1975, con posicionamiento de liderazgo en su nicho de mercado, con reconocida trayectoria nacional y distinción internacional por parte de la marca John Deere que representa.
Inicio de la recuperación del sector agrícola exportador en el 2017-2018 con expectativas favorables sobre las ventas de la compañía para el 2018.

### PRINCIPALES RIESGOS

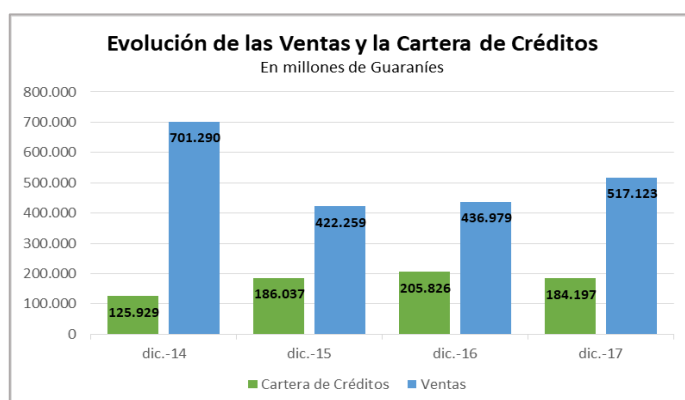
Alta concentración de la deuda a corto plazo, aunque con disminución del endeudamiento y el apalancamiento financiero.
Concentración de la cartera crediticia en segmento de clientes vulnerables a los ciclos económicos y precios internacionales del sector agroexportador.
Bajos niveles de rotación de inventario y de cartera, aunque razonable con la disminución de las ventas durante los últimos años, registrando un leve aumento en el 2017.
Exposición al riesgo de tipo de cambio y tasas de interés, debido a la naturaleza del negocio, registrando una importante pérdida por variación cambiaria en el 2017.
Aumento de créditos de cartera en gestión de cobro judicial, durante los últimos 3 años, como consecuencia de la retracción del sector agrícola, aunque registrando una disminución en el 2017.

La **Tendencia Fuerte (+)** refleja las expectativas favorables sobre la situación general de KUROSU & CIA S.A.E., considerando que en el 2017 han aumentado las ventas y las utilidades, registrando un mejoramiento en los índices de Solvencia y Endeudamiento, así como en los indicadores de gestión operativa. En los últimos años, la empresa aumentó su patrimonio y disminuyó considerablemente su endeudamiento, aplicando una política conservadora de crecimiento con una estructura financiera equilibrada, en medio de condiciones económicas adversas del sector agro-exportador, que afectó negativamente a su mercado objetivo. En este contexto, la estructura operacional y financiera de la empresa, ha podido mantener su capacidad de ventas y generación de adecuados márgenes de utilidad, registrando un mejoramiento del ciclo operacional en el 2017, registrando un aumento en la rotación de cartera y de inventarios, en concordancia con la recuperación del sector agrícola que se fue evidencia a partir del último semestre del 2016, lo cual también ha repercutido favorablemente sobre la recuperación de los créditos vencidos, registrando una disminución de la morosidad de la cartera crediticia al cierre del corte analizado.

El principal factor de fortaleza de KUROSU es su Solvencia Patrimonial, la cual ha ido aumentando durante los últimos años, mediante una política conservadora de retención de utilidades como reserva para futuras capitalizaciones, cuyo saldo al cierre del ejercicio 2017 fue de Gs. 78.000 millones, registrando un aumento de Gs. 18.000 millones con respecto al saldo de Gs. 60.000 millones en Dic16. De esta forma, el Patrimonio Neto ha aumentado 12% en el 2017 de Gs. 226.922 millones en Dic16 a Gs. 254.237 millones en Dic17. En los últimos 4 años, el Patrimonio Neto ha aumentado 27,8% desde Gs. 198.921 millones en Dic14, lo que generó el incremento del índice de Solvencia desde 35,0% en Dic14 a 47,3% en Dic17, siendo un elevado nivel para el tipo de industria. Al mismo tiempo, el nivel de la Deuda Total de la empresa ha ido disminuyendo en los últimos años, registrando una reducción de 17,6% en el 2017 de Gs. 344.146 millones en Dic16 a Gs. 283.712 millones, y una reducción de 30,1% desde Gs. 405.706 millones en Dic15. Esto ha generado la disminución del índice de Apalancamiento de 1,93 en Dic15 a 1,12 en Dic17.

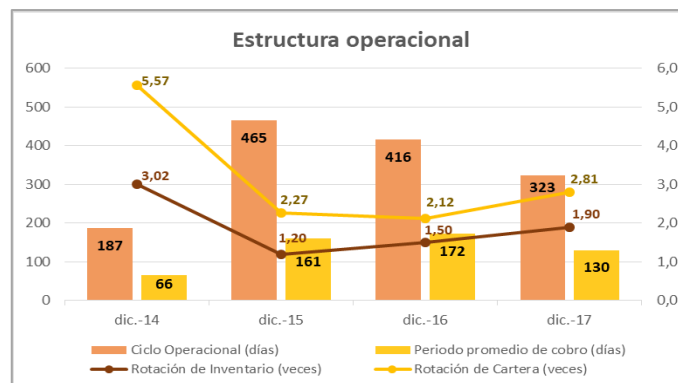


En los últimos años, las ventas de KUROSU se habían reducido 38% desde Gs. 701.290 millones en Dic14 a Gs. 436.979 millones en Dic16, debido a las condiciones desfavorables de su mercado objetivo, registrando una recuperación en el 2017 con respecto al año anterior, con un incremento de 18,3% alcanzando una cifra de Gs. 517.123 millones en Dic17. Esta recuperación es consecuente con el repunte del sector agrícola a partir del último semestre del 2016, en particular del sector agro-exportador que representa el principal segmento de clientes. Por este motivo, se espera que las ventas sigan aumentando en el 2018, en la medida que el sector agrícola vaya consolidando su recuperación, toda vez que los precios internacionales se mantengan o aumenten.

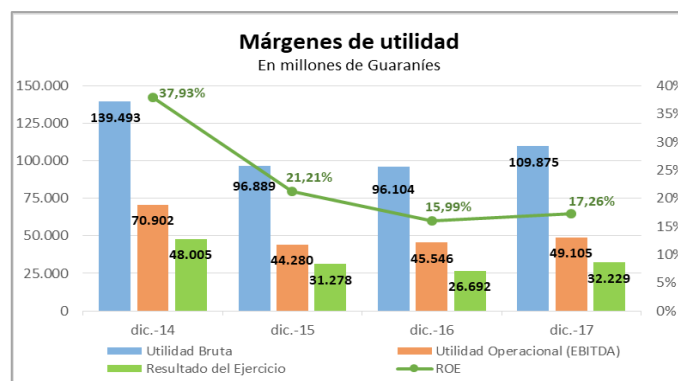


Mientras que las ventas iban disminuyendo en el periodo 2014-2016, la cartera de créditos de los clientes iba aumentando, principalmente debido a que los plazos de los créditos se fueron alargando, a causa de las refinanciaciones y las condiciones del mercado. Además, debido a las restricciones del sistema bancario por la alta morosidad, una mayor cantidad de clientes recurrieron a la financiación propia de KUROSU. De esta forma, la cartera de créditos aumentó 63% desde Gs. 125.929 millones en Dic14 a Gs. 205.826 millones en Dic16, aunque en el 2017 registró una reducción de 10,5% bajando a Gs. 184.197 millones, similar al saldo que había registrado en el 2015. Esta reducción de la cartera crediticia se debió principalmente a la mayor recuperación de los créditos, lo que también generó una disminución de la cartera vencida y de la morosidad.

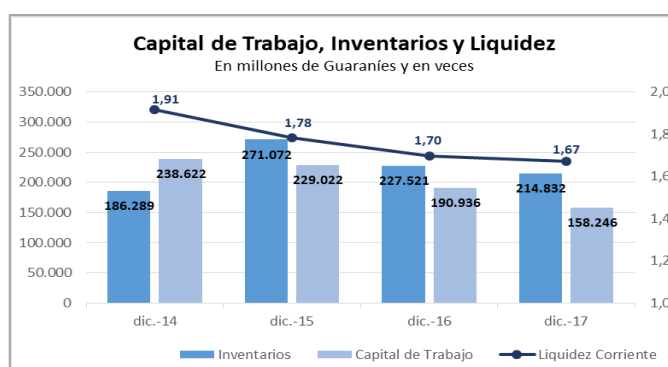
La estructura y la gestión operacional también han mejorado en el 2017. Las mayores ventas han generado una disminución del ciclo operacional de 416 días en Dic16 a 323 días en Dic17, debido al incremento de la rotación del inventario que subió de 1,5 veces en Dic16 a 1,9 veces en Dic17, así como también debido al incremento de la rotación de cartera que subió de 2,1 veces en Dic16 a 2,8 veces en Dic17. Este aumento de la rotación de cartera, generó una disminución del periodo promedio de cobro que bajó de 172 días en Dic16 a 130 días en Dic17, lo cual se reflejó en la mayor recuperación de la cartera crediticia, que en conjunto con las mayores ventas han generado un aumento de los ingresos totales de la empresa en el 2017. Estos buenos indicadores de la estructura operacional reflejan una elevada capacidad de gestión, mediante una eficiente estructura de costos y una estrategia comercial conservadora, que se implementaron adecuadamente de acuerdo a las fluctuaciones del negocio y de su mercado objetivo.



El aumento de las ventas y la disminución del endeudamiento en el 2017, han generado un incremento de los márgenes de utilidad y en la rentabilidad de la empresa. El Margen Bruto aumentó 14,33% de Gs. 96.104 millones en Dic16 a Gs. 109.875 millones en Dic17, lo que generó el incremento de 7,81% del Margen Operacional (EBITDA) de Gs. 45.546 millones en Dic16 a Gs. 49.105 millones en Dic17. Asimismo, la Utilidad Operacional Neta, deducidos los Gastos Financieros, aumentó 26,47% de Gs. 32.052 millones en Dic16 a Gs. 40.536 millones en Dic17, debido principalmente a la reducción de 31,44% de los Gastos Financieros que disminuyeron de Gs. 27.717 millones en Dic16 a Gs. 19.002 millones en Dic17. La Utilidad del Ejercicio, después de los impuestos y las reservas, aumentó 20,74% de Gs. 26.692 millones en Dic16 a Gs. 32.229 millones en Dic17.



La liquidez de KURSOU se ha mantenido en niveles adecuados durante los últimos años, aunque con una tendencia descendente desde el año 2014, debido a la reducción del Capital de Trabajo que ha ido disminuyendo desde Gs, 238.622 millones en Dic14 a Gs. 158.246 millones en Dic17, registrando en el 2017 una reducción de 17,12% bajando de Gs. 190.936 millones en Dic16. Esta constante reducción del Capital de Trabajo, ha sido congruente con la reducción de los Inventarios, que han ido disminuyendo desde Gs. 271.072 millones en Dic15 a Gs. 214.832 millones en Dic17, lo cual sumado a la reducción de la cartera crediticia de corto plazo, ha generado una disminución de los Activos Corrientes durante los últimos años. Esta situación hizo que el índice de Liquidez haya disminuido desde 1,91 en Dic14 a ,67 en Dic17, aunque todavía se mantiene en un nivel adecuado para el mercado y el giro del negocio.



Finalmente, RISK MÉTRICA considera que KUROSU posee una elevada Solvencia Patrimonial, mediante una prudente política de retención de utilidades y acumulación de reservas, lo cual ha permitido que los Activos estén respaldados en un 47,3% por Recursos Propios a Diciembre 2017. Asimismo, a la fecha de corte, la empresa posee razonables niveles de Endeudamiento de los Activos de 52,7% y de Apalancamiento del Patrimonio de 1,12 veces, registrando ambos indicadores una constante reducción en los últimos años, lo cual constituye la principal fortaleza de la empresa, junto con la elevada capacidad de gestión y generación de adecuados márgenes de utilidad y rentabilidad.

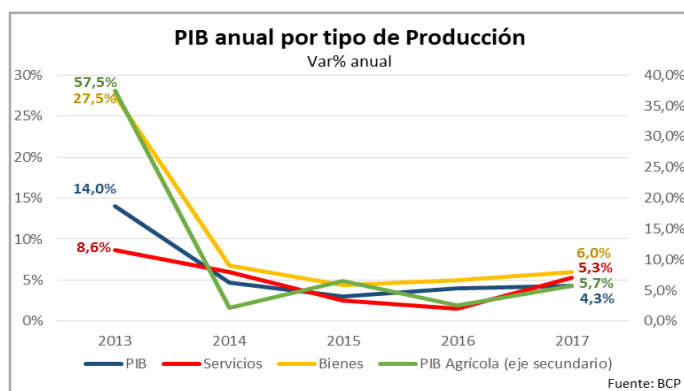
Durante el 2017, KUROSU ha reflejado una recuperación en sus ventas, comparado con el año anterior, en línea con el repunte del sector agrícola y en especial el sector agro-exportador, lo cual ha generado un aumento a nivel general en las importaciones de tractores y maquinarias agrícolas. Por tanto, se podría esperar un cierre favorable igualmente en el 2018, en caso que el sector agrícola pueda mantener y consolidar su recuperación.

Sin embargo, existen desafíos y oportunidades de mejora para el 2018, especialmente con respecto a la calidad de los activos, mediante una mayor contención de la morosidad de la cartera de créditos, así como también en lo relacionado al ciclo operacional, mediante una mayor rotación de la cartera y de los inventarios, lo cual podría darse en concordancia con la recuperación del sector agrícola. Asimismo, se podrían fortalecer tanto la gestión como las herramientas de control de riesgos de mercado, en especial el riesgo de tipo de cambio debido a la naturaleza del negocio.

## ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

Durante el periodo 2014-2016 la economía del país ha experimentado una importante desaceleración, ya que el Producto Interno Bruto (PIB) creció a un promedio anual de sólo 4%, comparado con un crecimiento promedio del 8% durante el periodo 2010-2013. El crecimiento del PIB se redujo de 14,0% en el 2013 a 4,3% en el 2017, registrando su menor tasa de crecimiento de 3,0% en el 2015. El sector Agrícola, principal componente del PIB con el 20% de participación de la producción nacional, creció a un promedio de 21,5% durante el periodo 2010-2013 y sólo a un promedio de 3,5% durante el periodo 2014-2016, lo que se evidenció en una reducción de la tasa de crecimiento del PIB Agrícola desde 57,5% en el 2013 a 5,7% en el 2017.

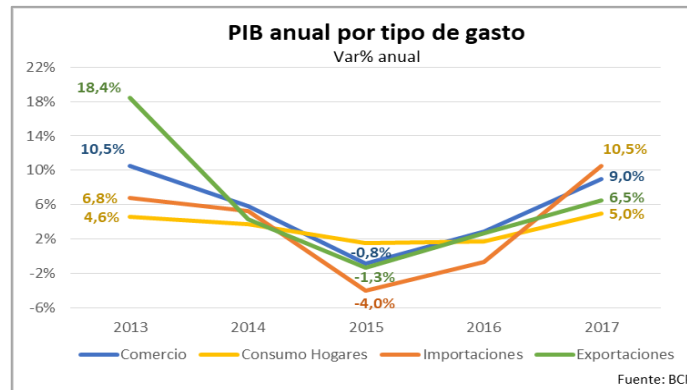
Esta reducción del PIB Agrícola, fue la principal causa para que el sector total de la Producción de Bienes también se haya reducido, desde 27,5% en el 2013 a 6,0% en el 2017. Otro sector afectado por la desaceleración económica fue el de los Servicios, cuya tasa de crecimiento se redujo de 8,6% en el 2013 a 5,3% en el 2017, registrando un mínimo de 1,5% en el 2016.



La retracción económica se agudizó mayormente desde el segundo semestre del 2014 hasta el tercer trimestre del 2016, afectando negativamente a los sectores del PIB que son más susceptibles a los movimientos en la demanda de bienes y servicios, como el Comercio, el Consumo y las Importaciones. El Comercio sufrió una caída en su evolución anual del 10,5% en el 2013, alcanzando un mínimo de -0,8% en el 2015. Para luego recuperarse y subir a 9,0% en el 2017. Asimismo, el Consumo privado de los Hogares bajó de 4,6% en el 2013 alcanzando un mínimo de 1,5% en el 201, para luego recuperarse y volver a subir a 5,0% en el 2017.

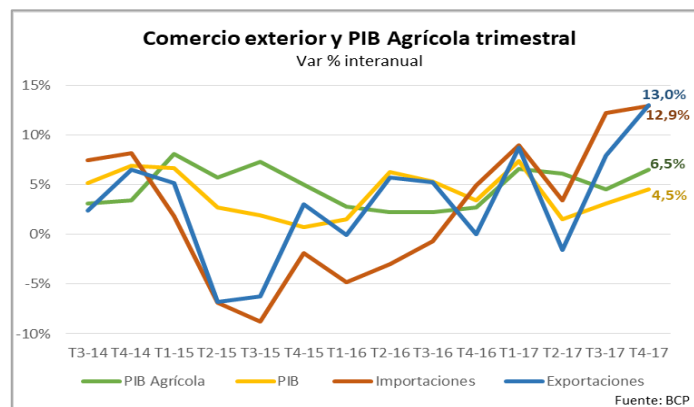
Igualmente, el comercio exterior se resintió durante este periodo de retracción del sector agrícola en particular y de la economía en general. Las Importaciones bajaron de una variación anual del 6,8% en el 2013 llegando a un mínimo de -4,0% en el 2015. Las exportaciones del país también se redujeron en estos años de desaceleración de la economía, debido principalmente a las menores exportaciones de granos y derivados de la soja, las que resultaron afectadas especialmente por la baja en los precios internacionales de los commodities.

Las principales exportaciones del país tienen escasa diversificación, son principalmente materias primas, y el fin del super-ciclo de los precios de estas materias primas, ha impactado negativamente sobre el ingreso real de la economía del país, y ésta ha sido parte de la explicación del cambio de tendencia en el crecimiento del PIB observado desde el 2013.

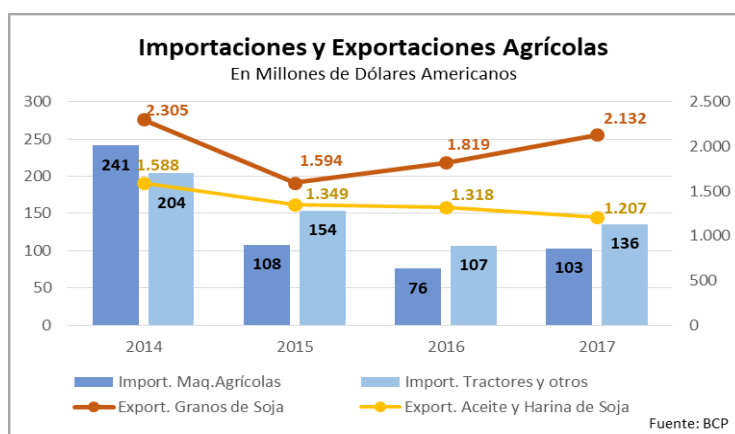


A partir del tercer trimestre del 2016 la economía se fue recuperando, principalmente mediante mayores inversiones en los sectores de la Construcción y la Industria, lo cual generó un repunte del Comercio y del Consumo. Desde el segundo semestre del 2016 hasta el primer semestre del 2017, la Construcción creció a una tasa promedio anual de 23,5%, mientras que la Industria creció a una tasa promedio anual de 10,4%, lo cual junto con el repunte del sector de la Agricultura, impulsaron también una recuperación en el sector de los Servicios, a través de una mayor demanda de Consumo y de las Importaciones.

En la medida que se produce una recuperación del sector agrícola, también se produce una recuperación del PIB y también aumentan las importaciones y exportaciones totales, las que se han incrementado en el último trimestre del 2017, a tasas de crecimiento que superan el techo alcanzado en los últimos 3 años. Las importaciones han aumentado en 12,9% y las exportaciones en 13,0% trimestral interanual. Se espera que para el 2018 se mantenga la situación favorable del sector agrícola, con lo cual también debería seguir aumentando el volumen del comercio exterior.



En el periodo 2014-2016, las menores exportaciones del sector agrícola, han generado menores importaciones de maquinarias agrícolas, tractores, cosechadoras, topadoras, excavadoras y otros similares. Las importaciones de maquinarias agrícolas han bajado desde US\$ 241 millones en el 2014 a un mínimo de US\$ 76 millones en el 2016, para recuperarse en el 2017 aumentando a US\$ 103 millones. Asimismo, las importaciones de tractores y otros, han bajado desde US\$ 204 millones en el 2014 hasta un mínimo de US\$ 107 millones en el 2016, para luego recuperarse levemente en el 2017 aumentando a US\$ 136 millones.



Las importaciones de tractores y maquinarias agrícolas, están estrechamente relacionadas con el volumen de las exportaciones de granos y derivados de la soja, lo cual también marca la tendencia del volumen y dirección del comercio exterior del país, lo cual a su vez depende de la capacidad productiva del sector agroexportador, cuya tasa de crecimiento está ligada a factores climáticos y a los precios internacionales. En la medida que se mantenga y se consolide la recuperación del sector agrícola, se espera que sigan aumentando las importaciones y exportaciones totales, lo cual repercutirá positivamente en la industria de las maquinarias agrícolas.

## CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA

### PROPIEDAD y ADMINISTRACIÓN

La firma KUROSU & CIA. S.A.E. está controlada y manejada por la familia Kurosu Ishigaki, quienes poseen la mayoría del capital accionario con el 97,87%. El restante 2,13% del capital accionario está distribuido entre un grupo de accionistas minoritarios, siendo algunos de ellos también integrantes de la plana ejecutiva de la empresa. Esta concentración de accionistas responde al modelo negocio familiar tradicional, con el cual viene operando la empresa desde su fundación en el año 1975 hace más de 40 años. La familia Kurosu Hishigaki también posee acciones en otras empresas como JOM S.A. y el Banco Regional S.A.E.C.A.

Accionistas	Cantidad de Acciones	Valor de Acciones	% Particip. en capital
Jaime Hitoshi Kurosu Ishigaki	8.219	82.190.000.000	74,72%
Mina Kurosu Ishigaki	2.547	25.470.000.000	23,15%
Otros accionistas	234	2.340.000.000	2,13%
<b>TOTAL</b>	<b>11.000</b>	<b>110.000.000.000</b>	<b>100,00%</b>

El capital total integrado a Dic17 fue Gs. 110.000 millones, el cual se mantiene desde el último aumento de capital de Gs. 50.000 millones en el 2013, año en que el capital inició con Gs. 60.000 millones. Aunque no ha habido nuevas integraciones de capital desde el año 2013, se ha adoptado una política conservadora de retención de utilidades en concepto de reservas para futura capitalización, a fin de acompañar el crecimiento de los activos de la firma y mantener la solvencia en niveles adecuados.

La retención de utilidades acumuladas aumentó 359% desde Gs. 17.000 millones en Dic14 a Gs. 78.000 millones en Dic17. La tasa de retención de utilidades ha ido aumentando desde 49,9% en el 2014 hasta 67,4% en el 2017. Para el 2018, el Directorio ha aprobado una nueva retención de utilidades de Gs. 22.000 millones, con lo cual el saldo total llegará a Gs. 100.000 millones. Con respecto a la distribución de utilidades, en el año 2017 fueron distribuidos dividendos a los accionistas por Gs. 8.692 millones representando el 32,6% de las utilidades, y para el 2018 se prevé una distribución de Gs. 10.229 millones representando el 31,7% de las utilidades.

Política de Retención de Utilidades				
Retención de utilidades	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Capital integrado	110.000	110.000	110.000	110.000
Retención de utilidades	17.000	25.000	18.000	18.000
Utilidades retenidas acumuladas	17.000	42.000	60.000	78.000
Utilidad año anterior	34.099	48.005	31.278	26.692
<b>% Retención de Utilidades</b>	<b>49,9%</b>	<b>52,1%</b>	<b>57,5%</b>	<b>67,4%</b>

La administración de KUROSU está conducida principalmente por sus propios dueños, siendo el Sr. Jaime Kurosu el Presidente Ejecutivo de la firma. El Directorio está integrado por cinco Directores Titulares y un Suplente, quienes son accionistas de la empresa y también ocupan cargos ejecutivos. La plana ejecutiva está compuesta por tres Direcciones estratégicas que son la Comercial, Administrativa y de Recursos Humanos. Cada Dirección cuenta con sus respectivas Gerencias o unidades de apoyo, para el desarrollo de sus funciones.

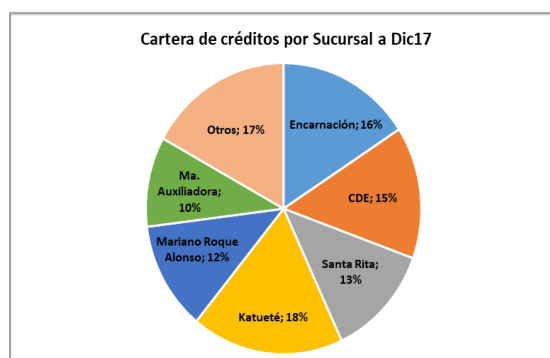
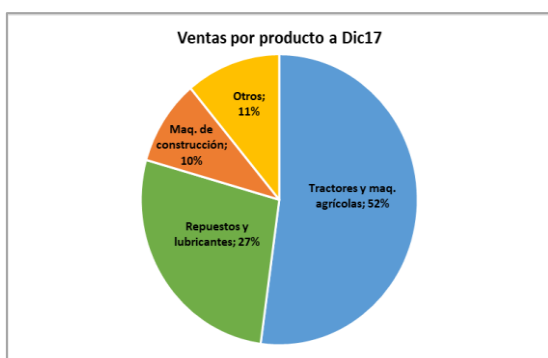
La organización funcional responde a las necesidades operativas y financieras de la empresa, la cual se desarrolla mediante la implementación de adecuadas políticas y procedimientos, así como de buenas prácticas de gobierno corporativo. Adicionalmente, la empresa cuenta con estructuras de control interno y de control de riesgos, abarcando aspectos sensibles como el riesgo financiero y crediticio.

## MODELO DE NEGOCIO

El foco del negocio de KUROSU se orienta principalmente a la comercialización de sus productos al sector agrícola del país, mediante la importación y distribución de tractores, maquinarias e implementos de la marca John Deere, siendo su representante oficial en el Paraguay. Además, comercializa maquinarias y equipos para el sector de la construcción y obras viales, así como también ofrece repuestos originales, lubricantes y servicios de mantenimiento y asistencia técnica a sus clientes.

Sus principales productos y servicios se pueden agrupar en 3 categorías que son: 1) Tractores y Maquinarias Agrícolas, ocupando el 52% de las ventas en Dic17; 2) Repuestos, lubricantes, mantenimientos y asistencia técnica, ocupando el 27% de las ventas en Dic17 y 3) Maquinarias para la Construcción, ocupando el 10% de las ventas en Dic17. Además existen otros productos y servicios compuestos por venta de usados, AMS y otros equipos para jardines y campos de golf, así como también el alquiler de maquinarias a través del producto "Kurosu Rental", cuyas ventas representaron el 11% en Dic17.

Su mercado objetivo está constituido por medianas y grandes empresas del rubro agroganadero y agroexportador, para lo cual se han establecido 8 puntos de venta en todo el país, además de la casa matriz ubicada en la ciudad de Encarnación. Sus principales sucursales se encuentran situadas estratégicamente en las zonas más productivas del país, donde se concentra la mayor parte de su clientela, como Ma. Auxiliadora, Santa Rita, Ciudad del Este y Katueté, así como también en Mariano Roque Alonso. Además cuenta con presencia en San Juan Bautista, Loma Plata y San Alberto, a través de los locales denominados "John Deere Express" (JDE).



La empresa también realiza ventas al Estado mediante licitaciones públicas. En el 2016 las adjudicaciones de maquinarias y equipos totalizaron Gs. 24.926 millones, registrando un incremento del 146% con respecto a lo registrando en el 2015 de Gs. 10.135 millones. En el 2017 los contratos adjudicados disminuyeron a Gs. 4.905 millones. Tanto en las ventas totales como en las licitaciones del Estado, el principal competidor de KUROSU es la firma AUTOMAQ S.A.E.C.A., la cual también es representante oficial de la marca John Deere en Paraguay.

El segmento de tractores y maquinarias agrícolas, se caracteriza por una fuerte competencia entre marcas y firmas representantes. No obstante, KUROSU se ha posicionado como empresa líder en este segmento, gracias a la diversificación estratégica de sus productos y a la expansión de sus canales de venta en todo el país, con un enfoque hacia la calidad y la excelencia de sus productos y servicios. Este liderazgo de mercado le ha valido el reconocimiento de la marca John Deere, con la distinción de “Concesionaria Clase Mundial”, alcanzada nuevamente en el 2017, así como durante los últimos 9 años, siendo el máximo galardón otorgado a los representantes de la marca.

Asimismo, la empresa ha mantenido un crecimiento gradual en la comercialización de maquinarias para el sector de la construcción, en particular en las líneas de productos de motoniveladoras y retroexcavadoras, mejorando su participación en este segmento de mercado. De esta forma, la marca John Deere ha obtenido un liderazgo significativo a nivel nacional, compitiendo fuertemente con otras marcas como New Holland, Massey Ferguson, Case IH y Valtra, entre otras.

Las operaciones de KUROSU se realizan mayormente en Dólares Americanos. En Diciembre 2017 la Cartera de Créditos en Dólares Americanos representaba el 85% de la cartera total. Esto se debe a que la mayor parte de los clientes son del rubro agroexportador, cuyas fuentes de ingresos están denominadas en la moneda americana. Por este motivo, además de la dependencia de sus ventas a las fluctuaciones de los precios internacionales de los commodities, los activos de KUROSU están expuestos a la volatilidad cambiaria, lo que otorga un riesgo adicional a este negocio.

### **ESTRUCTURA y GESTIÓN OPERACIONAL**

La estructura operativa y financiera de KUROSU está orientada a la generación de adecuados márgenes de rentabilidad, mediante una eficiente estructura de costos, en línea con el desarrollo estratégico del negocio. Para el funcionamiento operativo, la empresa cuenta con políticas y manuales de procedimientos, adaptados a estándares internacionales establecidos por la marca John Deere. La gestión operacional se basa en la calidad de sus recursos humanos, con un alto nivel de enfoque a los clientes, lo cual ha permitido que la empresa haya alcanzado el liderazgo del mercado.

En cuanto a la gestión comercial, la firma cuenta con una variedad de productos y servicios, adaptados a la medida de los clientes. Además se cuenta con una amplia red de distribución, con presencia en las principales zonas de concentración de sus clientes, ofreciendo servicios de postventa con mantenimiento y asistencia técnica. La empresa posee un stock permanente de repuestos originales en sus depósitos centrales, con lo cual aseguran un nivel de entrega superior al 95%.

La venta y comercialización de los productos es supervisada por Gerentes Regionales, quienes además cuentan con el apoyo de Consultores y Especialistas para la tarea de servicio y soporte.

Asimismo, cada Sucursal cuenta con un Gerente y Asesores de venta, especializados en los distintos rubros en los que operan los clientes.

KUROSU cuenta con financiación propia a sus clientes, aunque esta modalidad está acotada a un 35% sobre las ventas totales de cada ejercicio. Los plazos de financiamiento para las maquinarias se extienden hasta tres (3) años, con pagos periódicos que se adaptan a los flujos estacionales y/o zafrales de los clientes, pudiendo llegar en casos excepcionales hasta cuatro (4) años. En cuanto a los repuestos y servicios de asistencia técnica postventa, el periodo oscila entre treinta (30) y noventa (90) días, existiendo la posibilidad también de realizar los mismos según la periodicidad de las cosechas.

Adicionalmente, la empresa cuenta con líneas de crédito habilitadas en diferentes bancos de plaza, así como una alianza estratégica con el Banco Regional, por la cual se ofrece una tarjeta de crédito de afinidad, que permite pagos semestrales. Estas alianzas otorgan flexibilidad a los clientes, a través de tasas preferenciales y esquemas de pago que se adaptan a los flujos de sus ingresos. Asimismo, desde el 2015, la empresa cuenta con otra alternativa de financiamiento externo, a través del producto denominado "John Deere Financiamiento", implementado directamente por la marca John Deere, la que se encarga del proceso de análisis y concreción de los créditos, otorgando condiciones especiales a los clientes, con el objetivo de incrementar la participación de la marca en el mercado local.

Con respecto a la gestión de crédito, la firma cuenta con un Manual de Créditos actualizado, donde se establecen las pautas y procedimientos para la evaluación y aprobación de los créditos, así como los distintos niveles de autorización de acuerdo a los montos solicitados. Cada Sucursal cuenta con un Comité de Crédito que es responsable de la evaluación de las solicitudes crediticias, para luego ser remitidas a las instancias correspondientes para su autorización.

En lo que respecta a las cobranzas, estas son realizadas en cada punto de venta, así como por medio de los funcionarios del Departamento Comercial, a través de visitas a las fincas o domicilios de los clientes. Esta actividad es programada y controlada por el Departamento Administrativo de cada sucursal, bajo la supervisión del respectivo Gerente Regional.

En cuanto a la gestión de los Recursos Humanos, la misma se enfoca en la calidad y la mejora continua, en el marco de un adecuado ambiente de trabajo, mediante planes de carrera y capacitación constante del personal, que permitan la profesionalización de los funcionarios y la formación de valores basados en el compromiso y la innovación.

Al respecto, se ha implementado un proyecto denominado "Work Force Planning" (Planeamiento de la Fuerza de Trabajo), que tiene por objetivo potenciar la capacidad de gestión, mediante la obtención de datos que permitan reflejar la contribución individual del personal, para asegurar que los logros alcanzados puedan ser medibles y rentables. Dicho proyecto ha implicado la incorporación y actualización de herramientas informáticas tales como SAP, GOLD y otras complementarias.

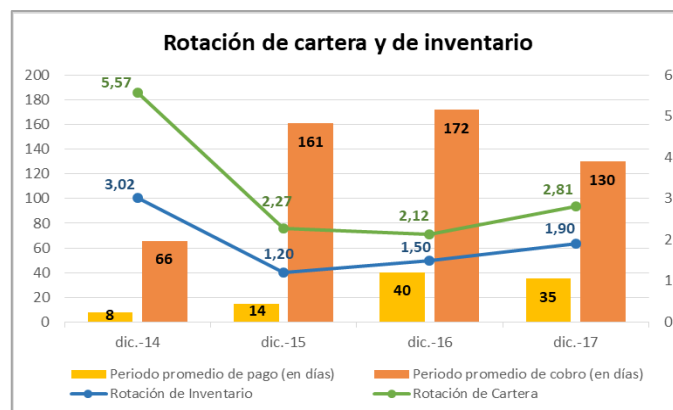
Asimismo, se han implementado avances en la estructura tecnológica y en el sistema informático SAP, así como mejoras en la gestión de la flota de vehículos que han ayudado en la optimización del tiempo, y nuevas herramientas de calendarización que permitirán una visualización unificada de programación mensual de especialistas, gerentes regionales y funcionarios de postventa, con el objetivo de mejorar la coordinación de visitas a las sucursales y la optimización de los medios de transporte.

La empresa cuenta actualmente con casi 400 funcionarios contratados en forma directa, a través del Departamento de Recursos Humanos, que se encarga de la selección, reclutamiento y formación del talento humano. Además, se dispone de una flota de 91 vehículos propios, destinados a la atención personalizada a los clientes, tanto para promociones y concreciones de ventas, así como para entregas y servicios postventa.

## ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA

### GESTIÓN y ACTIVIDAD

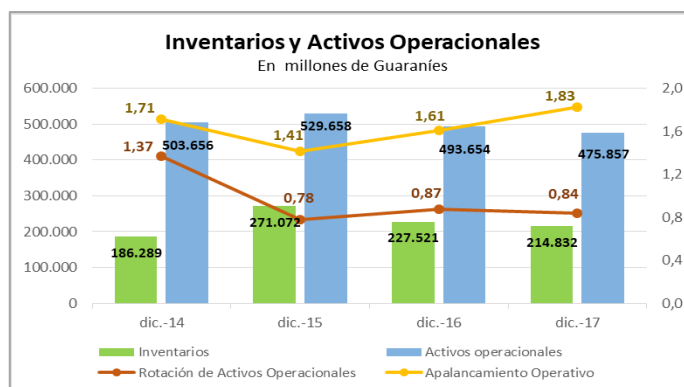
El ciclo operacional de KUROSU ha evolucionado de acuerdo a su giro del negocio. En los periodos de altas ventas como el en el año 2014, el ciclo operacional ha sido de 187 días, con una alta rotación de inventario de 3,02 y una alta rotación de cartera de 5,57. Sin embargo, a Diciembre 2016 el ciclo operacional ha subido a 416 días, con una baja rotación de inventario de 1,50 y una baja rotación de cartera de 2,12. A Diciembre 2017, el ciclo operacional ha bajado a 323 días, debido al incremento de las ventas y a la mayor recuperación de la cartera crediticia, lo cual derivó en un aumento de la rotación de inventario que subió a 1,90, al igual que la rotación de cartera que ha aumentado a 2,81.



Se espera que en la medida que la empresa vaya aumentando las ventas durante el 2018, como resultado de la recuperación del sector agrícola, la rotación de inventario y de cartera puedan volver a subir a niveles de los años anteriores, con lo cual KUROSU podrá transformar más rápidamente sus inventarios en ventas, generando mayores oportunidades de incrementar el margen bruto y operacional, así como también los indicadores de rentabilidad del capital y del activo.

Con respecto al periodo promedio de cobro, el mismo ha ido aumentando hasta el 2016 como resultado del incremento en los plazos de la cartera de créditos, subiendo desde 66 días en Dic14 a 172 días en Dic16, aunque en el 2017 ha bajado a 130 días debido la disminución de la cartera crediticia. Igualmente, el periodo promedio de pago ha ido aumentando, aunque en forma más gradual, desde 8 días en Dic14 a 40 días en Dic16, registrando una disminución en el 2017 bajando a 35 días. Estos indicadores reflejan una adecuada estructura operacional de la empresa, en cuanto a los plazos y el calce de su flujo de caja operativo.

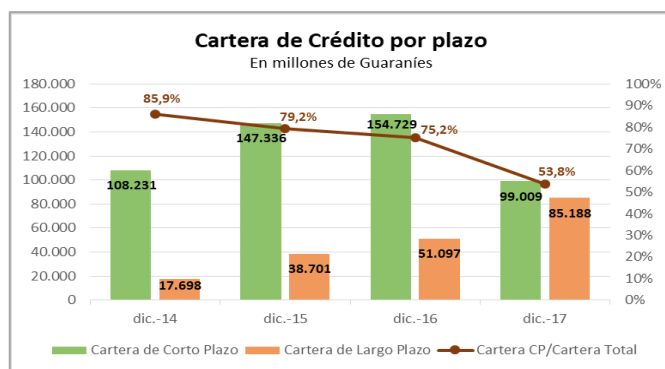
Los inventarios y los activos operacionales han evolucionado de acuerdo al volumen de las ventas. En los años de altas ventas como en el 2014, los inventarios han registrado un saldo de Gs. 186.289 millones en Dic14, para luego aumentar 46% en Dic15 coincidente con las menores ventas registradas en ese año. A Diciembre 2017 los inventarios registraron un saldo de Gs. 214.832 millones, con una leve reducción del 5,6% respecto al saldo de Gs. 227.521 millones registrado en Dic16, lo que evidencia una recuperación en el volumen del negocio. Los inventarios están compuestos principalmente por cosechadoras, tractores, pulverizadoras, equipos de construcción, maquinarias varias, repuestos y lubricantes, todos de la marca John Deere.



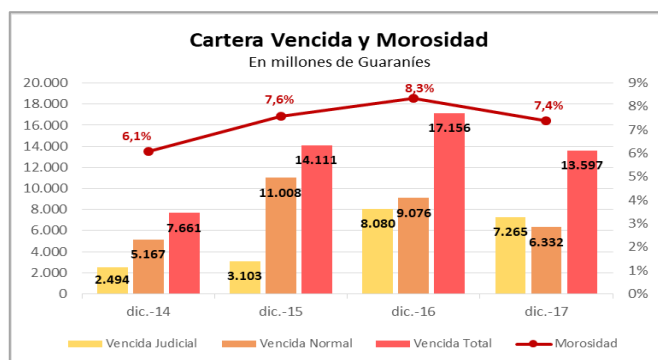
Los activos operacionales también fueron disminuyendo en los años de menores ventas, a causa de la disminución de los inventarios, así como también el ciclo operacional y la rotación de estos activos, cuyo índice se redujo de 1,39 en Dic14 a 1,09 en Dic17. Sin embargo, en la medida que el ciclo operacional fue disminuyendo, el apalancamiento operativo fue aumentando de 1,41 en Dic15 a 1,85 en Dic17, evidenciando una estructura de costos más eficiente con menores costos relativos por unidad de venta.

## CARTERA DE CRÉDITO Y MOROSIDAD

La cartera de crédito de KUROSU ha ido aumentando en los últimos años, a causa del debilitamiento de la situación económica del sector agrícola, debido principalmente a la reducción del valor de las exportaciones de granos y derivados de la soja, lo cual a su vez ocasionó una disminución en los ingresos de las empresas del sector agroexportador. Esta situación no sólo hizo que disminuya a nivel general la demanda de tractores y maquinarias agrícolas, sino también que se retrasen los pagos de los créditos adquiridos por clientes de este segmento, lo cual generó un aumento de la morosidad y de la cartera refinanciada. Sin embargo, en el 2017 la cartera crediticia registró una reducción de 10,5% bajando de Gs. 205.826 millones en Dic16 a Gs. 184.197 millones en Dic17, debido al incremento de las ventas y a la mayor recuperación de la cartera vencida.

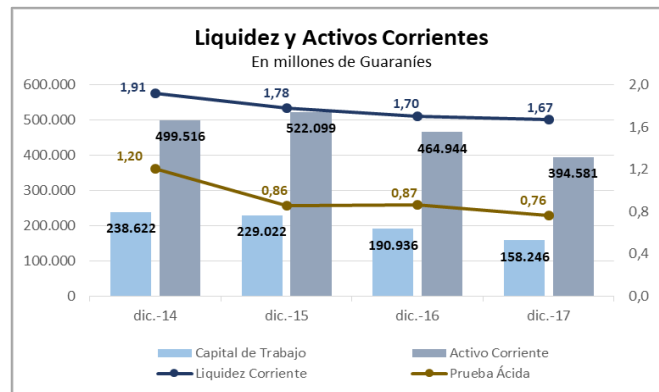


La cartera de corto plazo disminuyó 36% en el 2017 de Gs. 154.729 millones en Dic16 a Gs. 99.009, debido principalmente a las refinanciaciones de la cartera vencida y a la mayor recuperación de los créditos. Esta situación hizo que la cartera de largo plazo aumente 66,7% en el 2017 de Gs. 51.097 millones en Dic16 a Gs. 85.188 millones en Dic17. Por tanto, la relación entre Cartera de Corto Plazo y la Cartera Total bajó de 75,2% en Dic16 a 53,8% en Dic17. La cartera vencida disminuyó 20,7% en el 2017 de Gs. 17.156 millones en Dic16 a Gs. 13.597 millones en Dic17, lo que hizo que el índice de morosidad baje de 8,3% en Dic16 a 7,4% en Dic17. La cartera vencida normal disminuyó 30,2% de Gs. 9.076 millones en Dic16 a Gs. 6.332 millones en Dic17, mientras que la cartera en gestión judicial se redujo 10,1% de Gs. 8.080 millones en Dic16 a Gs. 7.265 millones en Dic17.



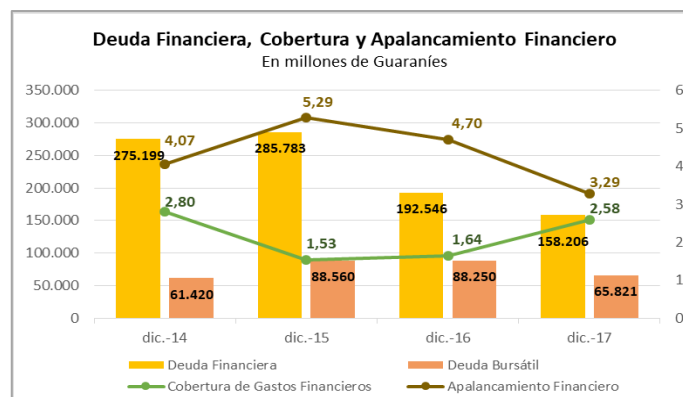
## LIQUIDEZ y CAPITAL DE TRABAJO

Los indicadores de liquidez de KUROSU han ido disminuyendo en los últimos años. La Liquidez Corriente ha disminuido desde 1,91 en Dic14 a 1,67 en Dic17, debido principalmente a la reducción de los Activos Corrientes que a su vez han generado la disminución del Capital de Trabajo, el cual se ha reducido desde Gs. 238.622 millones en Dic14 a Gs. 158.246 millones en Dic17. Asimismo, el ratio de Prueba Ácida ha ido disminuyendo de 1,20 en Dic14 a 0,76 en Dic17, aunque sigue permaneciendo en un nivel razonable para la estructura financiera de la empresa y el giro del negocio.

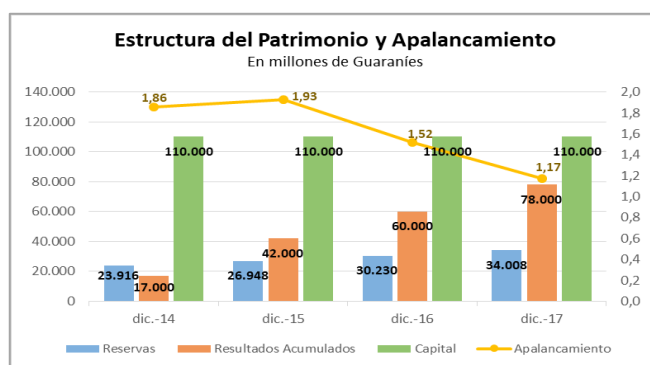


## SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

La Deuda de KUROSU ha venido disminuyendo desde el año 2015, desde Gs. 405.776 millones en Dic15 a Gs. 283.712 millones en Dic17. El componente de la deuda que registró la mayor reducción fue la Deuda Financiera, que se redujo 44,6% desde Gs. 285.783 millones en Dic15 a Gs. 158.206 millones en Dic17, principalmente debido a la reestructuración para canjear por Deuda Bursátil, la cual también disminuyó 25,7% desde Gs. 88.560 millones en Dic15 a Gs. 65.821 millones en Dic17, luego de las amortizaciones realizadas de los Programas PEG G1 y USD1. En el 2017 la Deuda de Corto Plazo se redujo 13,75% de Gs. 274.008 millones en Dic16 a Gs. 236.335 millones en Dic17, aunque el ratio de Deuda Corto Plazo/Deuda Total sigue siendo elevado en 83,3%.



La reducción de la Deuda Financiera ha generado una reducción en el Apalancamiento Financiero desde 5,29 en Dic15 a 3,29 en Dic17. Asimismo, el ratio de Cobertura de Gastos Financieros, ha aumentado desde 1,53 en Dic15 a 2,58 en Dic17, debido a la consecuente reducción de los costos en concepto de intereses pagados. La Cobertura de las Obligaciones también ha ido aumentando en los últimos años, desde 0,15 en Dic15 a 0,21 en Dic17, lo que refleja una mayor capacidad para solventar las deudas de la empresa. En efecto, la solvencia patrimonial ha aumentado de 39,7% en Dic16 a 47,3% en Dic17, a causa del menor endeudamiento, así como también debido a las constantes retenciones de utilidades para futuras capitalizaciones.



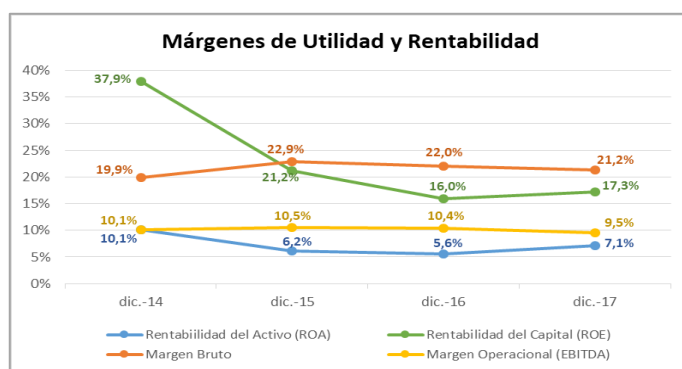
En los últimos años, el Patrimonio Neto se incrementó 27,8% desde Gs. 198.921 millones en Dic14 a Gs. 254.237 millones en Dic17, registrando un incremento de 12% en el 2017 de Gs. 226.922 millones en Dic16. Este aumento patrimonial se debió principalmente a las retenciones de utilidades cuyo saldo se incrementó 358,8% desde Gs. 17.000 millones en Dic14 a Gs. 78.000 millones en Dic17, con un nuevo aumento autorizado por el Directorio de Gs. 22.0000 para el año 2018, con lo cual el saldo llegará a Gs. 100.000 millones, casi igualando el Capital Social integrado de Gs. 110.000 millones.

El ratio de Apalancamiento, que mide el endeudamiento del capital, ha ido disminuyendo desde el año 2015, desde 1,93 en Dic15 a 1,17 en Dic17, al igual que el índice de Endeudamiento, medido por el ratio de Deuda Total/Activo Total, también ha ido disminuyendo desde 65% en Dic14 a 53% en Dic17. Estos buenos indicadores del endeudamiento y la solvencia de KURUSU, reflejan el potencial de la empresa para seguir creciendo y apalancando el negocio.

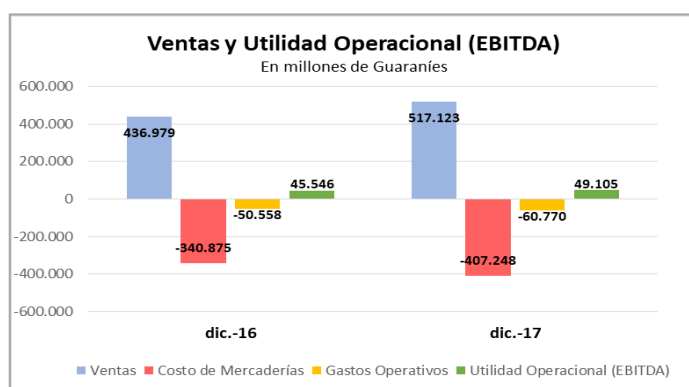
## MÁRGENES DE UTILIDAD Y RENTABILIDAD

La rentabilidad de los activos y del capital de KURUSU ha venido disminuyendo desde el año 2014 hasta el año 2016, consecuentemente con la reducción de las ventas y el aumento de la morosidad de la cartera crediticia. El ROA disminuyó desde 10,1% en Dic14 a 5,6% en Dic16, mientras que el ROE se redujo desde 37,9% en Dic14 a 16,0% en Dic16. Sin embargo, en la medida que las ventas se recuperaron en el 2017, el ROA subió a 7,1% y el ROE aumentó a 17,3% en Dic17.

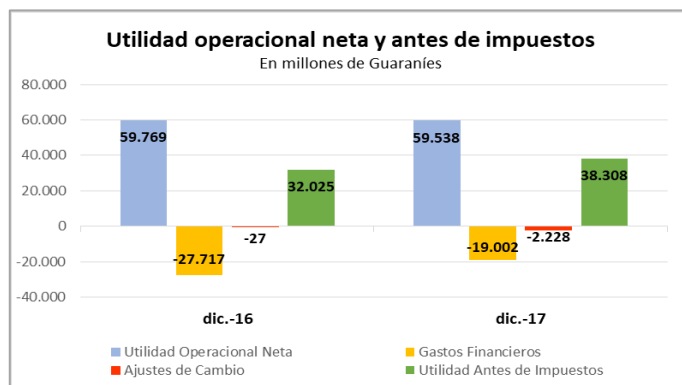
Aunque estos indicadores de rentabilidad siguen registrando cifras más bajas que en años anteriores, aún permanecen en niveles adecuados comparados con los promedios de la industria, sobre todo teniendo en cuenta la estrecha dependencia de la utilidad con las ventas, y éstas a su vez con la tendencia del sector agrícola. Con respecto a los márgenes de utilidad, éstos se han mantenido en niveles razonables, a pesar de la disminución en las tasas de rentabilidad del negocio, lo que indica una adecuada estructura de costos en relación con los ingresos generados. A Diciembre 2017 el Margen Bruto fue de 21,2% y el Margen Operacional (EBITDA) de 9,5%, siendo estos niveles adecuados para el tipo de negocio.



Con respecto a la generación de utilidad, comparando los resultados del 2016 y 2017, la Utilidad Bruta ha aumentado 14,3% de Gs. 96.104 millones en Dic16 a Gs. 109.975 millones en Dic17, aunque también aumentó el Costo de Mercaderías en 19,5% de Gs. 340.875 millones en Dic16 a Gs. 407.248 millones en Dic17, así como también se incrementó el Costo Operativo en 20,2% de Gs. 50.558 millones en Dic16 a Gs. 60.770 millones en Dic17. De esta forma, la Utilidad Operacional (EBITDA) ha aumentado 7,8% de Gs. 45.546 millones en Dic16 a Gs. 49.105 millones en Dic17.



La Utilidad Operacional Neta, una vez deducidas las provisiones y las depreciaciones, se ha mantenido casi en el mismo nivel con una leve disminución de 0,4% de Gs. 59.769 millones en Dic16 a Gs. 59.538 millones en Dic17.



Sin embargo, debido a la reducción de las deudas financieras, sobre todo de largo plazo, los gastos financieros han disminuido en 31,4% de Gs. 27.717 millones en Dic16 a Gs. 19.002 millones en Dic17, con lo cual la Utilidad Antes de Impuestos registró un importante incremento de 19,6% de Gs. 32.025 millones en Dic16 a Gs. 38.308 millones en Dic17. La utilidad final del ejercicio, una vez deducidos los impuestos y las reservas, aumentó 20,7% de Gs. 26.692 millones en Dic16 a Gs. 32.229 millones en Dic17.

**FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2018-2022**

En Dólares Americanos

FLUJO DE CAJA PROYECTADO En Dólares Americanos	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas a realizar al contado	47.000.000	50.000.000	49.000.000	56.000.000	60.000.000
Cobranzas	55.000.000	70.000.000	72.000.000	74.000.000	80.000.000
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>102.000.000</b>	<b>120.000.000</b>	<b>121.000.000</b>	<b>130.000.000</b>	<b>140.000.000</b>
Proveedores	30.184.434	7.548.605	---	---	---
Vencimientos de nuevas compras	49.800.000	78.000.000	92.400.000	97.200.000	97.200.000
Nacionalización de Mercaderías	9.885.120	11.102.000	12.168.000	12.636.000	12.636.000
Acreedores Varios	48.066	158.307	154.058	43.147	25.600
Gastos fijos, variables mensuales	12.000.000	13.200.000	14.400.000	15.840.000	17.400.000
Impuestos a Pagar: IVA/Renta	2.031.000	3.930.000	4.480.000	4.925.000	5.500.000
<b>Egresos Operativos</b>	<b>103.948.620</b>	<b>113.938.912</b>	<b>123.602.058</b>	<b>130.644.147</b>	<b>132.761.600</b>
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>-1.948.620</b>	<b>6.061.088</b>	<b>-2.602.058</b>	<b>-644.147</b>	<b>7.238.400</b>
Líneas de Crédito a Utilizar	59.000.000	60.500.000	75.500.000	93.000.000	84.000.000
Ventas de cartera	---	1.000.000	---	3.000.000	3.000.000
Bonos nueva emisión PEG G3	2.678.000	---	---	---	---
Bonos nueva emisión PEG USD3	3.000.000	---	---	---	---
Nuevas emisiones de Bonos a programar	---	3.500.000	3.200.000	3.000.000	2.000.000
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>64.678.000</b>	<b>65.000.000</b>	<b>78.700.000</b>	<b>99.000.000</b>	<b>89.000.000</b>
Nuevas Obligaciones Bancarias	35.000.000	52.000.000	67.000.000	86.500.000	89.000.000
Obligaciones Bancarias + Intereses e Impuestos	19.885.922	914.496	1.703.266	475.735	88.978
Inversiones	3.500.000	4.200.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000
Dividendos a pagar	2.000.000	3.000.000	3.000.000	3.300.000	3.600.000
Bonos PEG G1 Capital + Intereses	927.889	---	---	---	---
Bonos PEG USD1 Capital + Intereses	2.084.767	---	---	---	---
Bonos PEG G2 Capital + Intereses	156.756	1.715.123	1.372.790	---	---
Bonos PEG USD2 Capital + Intereses	164.548	2.329.096	2.160.000	---	---
Bonos PEG G3 Capital + Intereses	98.224	262.072	262.072	262.072	3.668.019
Bonos PEG USD3 Capital + Intereses	28.671	287.342	287.342	287.342	5.259.301
<b>Egresos Financieros</b>	<b>63.846.777</b>	<b>64.708.129</b>	<b>77.585.470</b>	<b>92.625.149</b>	<b>103.416.298</b>
<b>FLUJO FINANCIERO</b>	<b>831.223</b>	<b>291.871</b>	<b>1.114.530</b>	<b>6.374.851</b>	<b>-14.416.298</b>
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>-1.117.397</b>	<b>6.352.959</b>	<b>-1.487.528</b>	<b>5.730.704</b>	<b>-7.177.898</b>
Saldo Inicial	7.320.612	6.203.215	12.556.174	11.068.646	16.799.350
<b>FLUJO FINAL</b>	<b>6.203.215</b>	<b>12.556.174</b>	<b>11.068.646</b>	<b>16.799.350</b>	<b>9.621.452</b>

KUROSU proyecta un flujo de caja conservador para los próximos 5 años, basado en un flujo operativo con tendencia negativa, debido a una menor generación de ingresos operativos, como resultado de un crecimiento gradual de las ventas, en el contexto de una moderada recuperación del sector agrícola donde se concentra la mayor parte de sus clientes. Asimismo, se espera un aumento de los egresos operativos, debido principalmente a los mayores vencimientos de las nuevas compras planeadas, en línea con el plan estratégico del negocio. El principal uso de fondos de KUROSU en el horizonte de planeación de este flujo es la compra de bienes destinados a la venta. De esta forma, se proyecta un descalce operativo que será financiado con una mayor utilización de líneas de crédito bancarias, y por nuevas emisiones de Bonos, a fin de cubrir los requerimientos de capital operativo.

Se espera un flujo financiero con tendencia positiva, debido a mayores ingresos financieros provenientes de las deudas financieras, como principal fuente de fondeo para sostener la estructura operativa. Asimismo, se espera que el repago del endeudamiento financiero y bursátil, produzca algún descalce financiero en los próximos años, motivo por el cual el flujo de caja podrá ser ajustado y negativo en algunos años, en especial al final del periodo proyectado.

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

<b>KUROSU &amp; CIA S.A.E.</b>					
<b>En millones de Guaraníes</b>					
<b>BALANCE</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>Var%</b>
Disponibilidades	30.624	41.878	38.990	41.193	5,7%
Créditos	108.231	147.336	154.729	99.009	-36,0%
Previsiones	-2.019	-1.144	-1.179	-1.569	33,1%
Anticipos a Proveedores	148.037	27.320	12.848	25.310	97,0%
Inventarios	186.289	271.072	227.521	214.832	-5,6%
Otros	28.354	35.637	32.035	15.806	-50,7%
<b>Activo Corriente</b>	<b>499.516</b>	<b>522.099</b>	<b>464.944</b>	<b>394.581</b>	<b>-15,1%</b>
Créditos	17.698	38.701	51.097	85.188	66,7%
Propiedad, Planta y Equipo	46.564	47.468	49.579	54.249	9,4%
Otros	4.801	7.734	5.448	3.931	-27,8%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>69.063</b>	<b>93.903</b>	<b>106.124</b>	<b>143.368</b>	<b>35,1%</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>568.579</b>	<b>616.002</b>	<b>571.068</b>	<b>537.949</b>	<b>-5,8%</b>
Deuda Comercial	11.784	12.922	37.553	38.930	3,7%
Deuda Financiera	229.550	263.101	192.546	150.967	-21,6%
Deuda Bursátil	926	1.234	22.050	28.417	28,9%
Anticipo de Clientes	3.483	3.948	3.507	2.884	-17,8%
Utilidades Diferidas	6.739	9.870	12.519	11.097	-11,4%
Otros	8.412	2.002	5.833	4.040	-30,7%
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>260.894</b>	<b>293.077</b>	<b>274.008</b>	<b>236.335</b>	<b>-13,7%</b>
Deuda Financiera	45.649	22.682	0	7.239	--
Deuda Bursátil	60.494	87.326	66.200	37.404	-43,5%
Otros	2.621	2.691	3.938	2.734	-30,6%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>108.764</b>	<b>112.699</b>	<b>70.138</b>	<b>47.377</b>	<b>-32,5%</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>369.658</b>	<b>405.776</b>	<b>344.146</b>	<b>283.712</b>	<b>-17,6%</b>
Capital	110.000	110.000	110.000	110.000	0,0%
Reservas	23.916	26.948	30.230	34.008	12,5%
Resultados Acumulados	17.000	42.000	60.000	78.000	30,0%
Utilidad del Ejercicio	48.005	31.278	26.692	32.229	20,7%
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>198.921</b>	<b>210.226</b>	<b>226.922</b>	<b>254.237</b>	<b>12,0%</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>Var%</b>
Ventas	701.290	422.259	436.979	517.123	18,3%
Costo de Mercaderías	-561.797	-325.370	-340.875	-407.248	19,5%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>139.493</b>	<b>96.889</b>	<b>96.104</b>	<b>109.875</b>	<b>14,3%</b>
Gastos de Ventas	-40.649	-29.688	-33.972	-42.134	24,0%
Gastos de Administración	-27.942	-22.921	-16.586	-18.636	12,4%
<b>Utilidad Operacional (EBITDA)</b>	<b>70.902</b>	<b>44.280</b>	<b>45.546</b>	<b>49.105</b>	<b>7,8%</b>
Otros Ingresos Operativos	14.959	29.711	19.940	16.014	-19,7%
Previsiones	-849	-1.145	-1.179	-1.569	33,1%
Depreciación	-3.565	-4.275	-4.538	-4.012	-11,6%
<b>Utilidad Operacional Neta (UAI)</b>	<b>81.447</b>	<b>68.571</b>	<b>59.769</b>	<b>59.538</b>	<b>-0,4%</b>
Gastos Financieros	-25.342	-28.972	-27.717	-19.002	-31,4%
<b>Utilidad Ordinaria</b>	<b>56.105</b>	<b>39.599</b>	<b>32.052</b>	<b>40.536</b>	<b>26,5%</b>
Ajustes de cambio	1.137	-1.647	-27	-2.228	8151,9%
<b>Utilidad Antes de Impuestos (UAI)</b>	<b>57.242</b>	<b>37.952</b>	<b>32.025</b>	<b>38.308</b>	<b>19,6%</b>
Impuesto a la Renta	-6.711	-5.028	-3.928	-4.383	11,6%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>50.531</b>	<b>32.924</b>	<b>28.097</b>	<b>33.925</b>	<b>20,7%</b>
Reserva Legal	-2.526	-1.646	-1.405	-1.696	20,7%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>48.005</b>	<b>31.278</b>	<b>26.692</b>	<b>32.229</b>	<b>20,7%</b>

**RESUMEN DE CARTERA Y RATIOS FINANCIEROS**

<b>KUROSU &amp; CIA S.A.E.</b>					
<b>CARTERA</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>Var%</b>
Cartera de Créditos	301.104	253.791	255.031	184.197	-27,8%
Previsiones	2.019	1.144	1.179	1.569	33,1%
Cartera vencida	7.661	14.111	17.156	13.597	-20,7%
Morosidad	6,1%	7,6%	8,3%	7,4%	-11,4%
Cobertura	26,4%	8,1%	6,9%	11,5%	67,9%
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez Corriente	1,91	1,78	1,70	1,67	-1,6%
Prueba Ácida	1,20	0,86	0,87	0,76	-12,2%
Ratio de Efectividad	0,12	0,14	0,14	0,17	22,5%
Capital de Trabajo	238.622	229.022	190.936	158.246	-17,1%
Indice de Capital de Trabajo	42,0%	37,2%	33,4%	29,4%	-12,0%
<b>GESTIÓN</b>					
Rotación de Inventario	3,02	1,20	1,50	1,90	26,5%
Rotación de Cartera	5,57	2,27	2,12	2,81	32,2%
Ciclo Operacional (en días)	187	465	416	323	-22,4%
Periodo promedio de cobro (en días)	66	161	172	130	-24,4%
Periodo promedio de pago (en días)	8	14	40	35	-13,2%
Rotación de Activos Operacionales	1,37	0,78	0,87	1,09	24,5%
Indice de Activos Operacionales	90,0%	87,7%	87,7%	88,5%	0,9%
Apalancamiento Operativo	1,71	1,41	1,61	1,85	14,8%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>					
Recursos propios (Solvencia)	35,0%	34,1%	39,7%	47,3%	18,9%
Endeudamiento	65,0%	65,9%	60,3%	52,7%	-12,5%
Apalancamiento	1,86	1,93	1,52	1,12	-26,4%
Apalancamiento Financiero	4,07	5,29	4,70	3,29	-30,0%
Cobertura de Gastos Financieros	2,80	1,53	1,64	2,58	57,3%
Cobertura de las Obligaciones	0,27	0,15	0,17	0,21	25,0%
<b>RENTABILIDAD</b>					
ROA	10,1%	6,2%	5,6%	7,1%	27,0%
ROE	37,9%	21,2%	16,0%	17,3%	7,9%
Margen Bruto	19,9%	22,9%	22,0%	21,2%	-3,4%
Margen Operacional	10,1%	10,5%	10,4%	9,5%	-8,9%
Margen Neto	7,2%	7,8%	6,4%	6,6%	2,0%
Rentabilidad del Activo Operacional	13,9%	8,2%	9,1%	10,3%	13,4%
Eficiencia	9,8%	12,5%	11,6%	11,8%	1,6%

## CARACTERÍSTICAS y EVALUACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS

<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G3</b>	
Autorización de la CNV	Res N° 09 E/18
Denominación	G3
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	Gs. 20.000.000.000.- (Guaraníes Veinte Mil Millones)
Cortes mínimos	Gs. 1.000.000.- (Guaraníes Un Millón)
Plazo de vencimiento	Entre 1 y 4 años
Garantía	Garantía Común
Pago de capital e interés	Al vencimiento y trimestral vencido
Rescate anticipado	No se prevé rescate anticipado
Destino de los fondos	Sustitución de deuda de corto plazo y capital operativo
Agente intermediario	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

<b>SITUACIÓN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG G3: Monto autorizado Gs. 20.000.000.000.-</b>										
Res. CNV	Res. BVPASA	Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
9 E/18	1717/18	19-feb-18	1	15.000.000.000	15.000.000.000	0	7,5%	21-feb-22	4,0	15.000.000.000
				<b>15.000.000.000</b>	<b>15.000.000.000</b>	<b>0</b>				<b>15.000.000.000</b>

<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) USD3</b>	
Autorización de la CNV	Res N° 10 E/18
Denominación	USD3
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	USD 5.000.000.- (Dólares Americanos Cinco Millones)
Cortes mínimos	USD. 1.000.- (Dólares Americanos Un Mil)
Plazo de vencimiento	Entre 1 y 4 años
Garantía	Garantía Común
Pago de capital e interés	Al vencimiento y trimestral vencido
Rescate anticipado	No se prevé rescate anticipado
Destino de los fondos	Sustitución de deuda de corto plazo y capital operativo
Agente intermediario	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

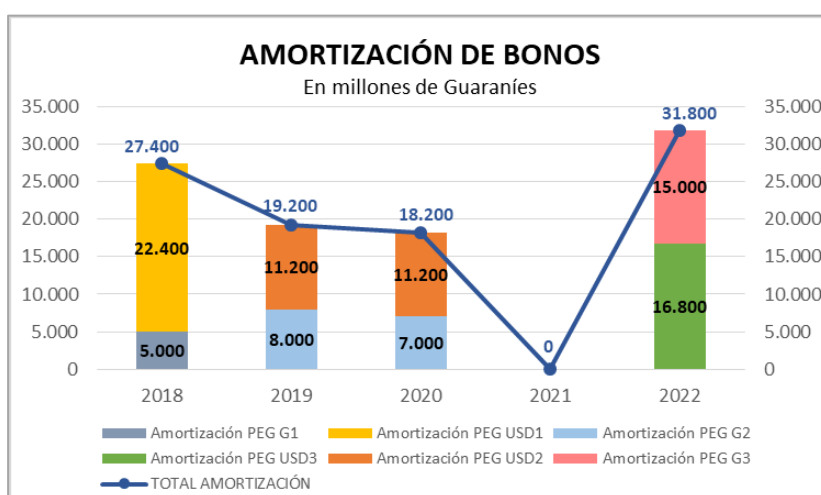
<b>SITUACIÓN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG USD3: Monto autorizado USD 5.000.000.-</b>										
Res. CNV	Res. BVPASA	Fecha	Serie	Emitido US\$	Colocado US\$	Vencido US\$	Tasa	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente US\$
10 E/18	1718/18	19-feb-18	1	1.000.000	1.000.000	0	5,75%	21-feb-22	4,0	1.000.000
10 E/18	1756/18	06-jul-18	2	2.000.000	2.000.000	0	5,75%	11-jul-22	4,0	2.000.000
				<b>3.000.000</b>	<b>3.000.000</b>	<b>0</b>				<b>3.000.000</b>

Estos Programas de Emisión junto con todas las emisiones vigentes, fueron considerados para evaluar la capacidad de pago y la solvencia de KUROSU & CIA S.A.E., de acuerdo al Flujo de Caja Proyectado. De esta forma, se ha evaluado el impacto de estas emisiones de bonos, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del endeudamiento de la empresa, sobre el margen de apalancamiento y la sostenibilidad del negocio.

## ANTECEDENTES DE OTRAS EMISIONES

A la fecha de publicación de este Informe de Calificación, KUROSU & CIA S.A.E. registra saldos vigentes en el mercado de valores de Gs. 35.000 millones en sus Programas PEG G1, G2 y G3 y de US\$ 9 millones en sus Programas PEG USD1, USD2 y USD3.

KUROSU & CIA S.A.E.				
Estado de Emisiones vigentes				
Sistema electrónico de Negociación	Series	Saldo colocado en USD	Saldo colocado en Gs.	Vencimiento de Capital
PEG G1	3	---	5.000.000.000	05/Dic/2018
<b>PEG G1</b>	<b>Total</b>		<b>5.000.000.000</b>	
PEG USD 1	3	2.000.000	---	05/Dic/2018
<b>PEG USD 1</b>	<b>Total</b>	<b>2.000.000</b>		
PEG G2	1	---	8.000.000.000	24/Oct/2019
PEG G2	2	---	7.000.000.000	09/Dic/2020
<b>PEG G2</b>	<b>Total</b>		<b>15.000.000.000</b>	
PEG USD2	1	2.000.000	---	24/Oct/2019
PEG USD2	2	2.000.000	---	09/Dic/2020
<b>PEG USD2</b>	<b>Total</b>	<b>4.000.000</b>		
PEG G3	1	---	15.000.000.000	21/Feb/2022
<b>PEG G3</b>	<b>Total</b>		<b>15.000.000.000</b>	
PEG USD3	1	1.000.000	---	21/Feb/2022
PEG USD3	2	2.000.000	---	11/Jul/2022
		<b>3.000.000</b>		
<b>TOTAL SALDO</b>		<b>9.000.000</b>	<b>35.000.000.000</b>	



La publicación de la Calificación de Riesgos de KUROSU & CIA S.A.E. para sus Programas de Emisión Global G3 y USD3, 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 Diciembre de 2017
Fecha de calificación:	25 de Julio de 2018
Fecha de publicación:	25 de Julio de 2018
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>

KUROSU & CIA S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
<b>Programas de Emisión Global G3 y USD3</b>	<b>pyA+</b>	<b>Fuerte (+)</b>
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente 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."***

Mayor información sobre esta calificación en:

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

#### **Información general sobre la calificación de KUROSU & CIA 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 la página web de RISKMÉTRICA.
- 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 KUROSU & CIA 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 Económicos, Patrimoniales y Financieros auditados al 31 de Diciembre de 2017 por la firma CYCE Consultores y Contadores de Empresas.
- 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: <b>Comité de Calificación</b> Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: <b>Lic. Silvia Ramírez</b> Analista de Riesgos
--	---