

INFORME DE CALIFICACIÓN

Fecha de Corte: 30 de Setiembre de 2017

KUROSU & CIA S.A.E.

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor		
Calificación	Categoría	Tendencia
Programa de Emisión Global PEG G3	pyA+	ESTABLE
Programa de Emisión Global PEG USD3	pyA+	ESTABLE
Definición de Categoría (Resolución CNV N° 1.241/09)		
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."

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

ANÁLISIS DE LA SOLVENCIA DEL EMISOR

La calificación asignada por Riskmétrica 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
Aumento y buen nivel de solvencia patrimonial con adecuada política de reservas y retención de utilidades.
Disminución sustantiva de las deudas de la empresa, con bajo nivel de endeudamiento y apalancamiento con adecuada flexibilidad financiera.
Altos niveles de liquidez con adecuado capital de trabajo.
Adecuada estructura operacional, con buenos sistemas de gestión y adecuados niveles de rentabilidad y eficiencia.
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 y de las ventas de la compañía.

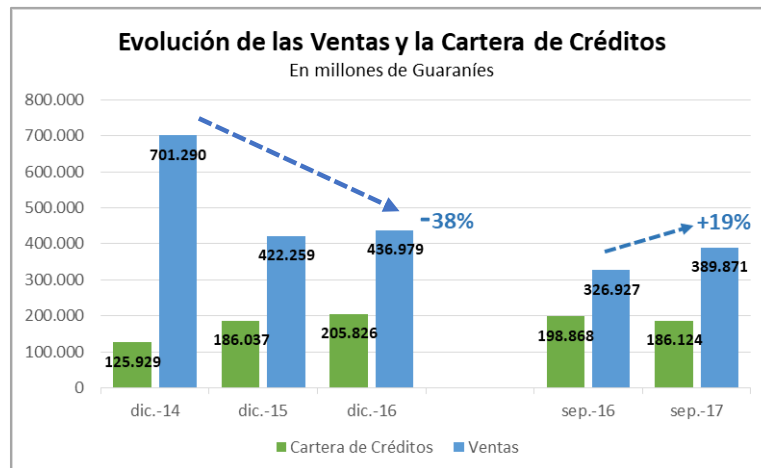
PRINCIPALES RIESGOS

Aumento de la morosidad de la cartera de créditos, con bajo nivel de cobertura de provisiones.
Mayor concentración de la deuda de corto plazo, con disminución del apalancamiento financiero.
Exposición al riesgo de tipo de cambio y tasas de interés, debido a la naturaleza del negocio.
Bajos niveles de rotación de inventario y de cartera, aunque razonable con la disminución de las ventas.
Concentración en segmento de clientes vulnerables a los ciclos económicos y precios internacionales del sector agroexportador.
Aumento de créditos de cartera en gestión de cobro judicial, durante los últimos 3 años, como consecuencia de la retracción del sector agrícola, debido a menores precios internacionales.

La **Tendencia Estable** refleja las buenas expectativas sobre la situación general de KUROSU & CIA S.A.E., considerando que a pesar de la reducción de sus ventas en los últimos años, a causa de las condiciones adversas de su mercado objetivo, la empresa mantuvo sus principales indicadores financieros en niveles adecuados, en línea con el menor volumen de negocios. Especialmente, KUROSU & CIA S.A.E aumentó su patrimonio neto y disminuyó sustantivamente su endeudamiento, con lo que su solvencia se incrementó durante el proceso de reducción del volumen de ventas, como consecuencia de la retracción del sector económico de sus clientes, el que enfrentó menores precios internacionales de sus productos de exportación. Asimismo, la estructura operacional y financiera de la empresa, ha mantenido la capacidad de generación de márgenes adecuados de utilidad, aunque se ha resentido el ciclo operacional con bajos niveles de rotación de cartera y de inventarios, y ha subido la morosidad de los créditos. Con el inicio de la recuperación en el año 2017, la compañía fue capaz de generar utilidades antes de impuestos del orden de USD 4,4 millones, con un ROE próximo al 23% anual.

Durante los tres últimos años, KUROSU ha registrado una reducción en sus ventas, debido principalmente a la situación económica del sector agrícola, el cual ha sufrido un impacto negativo como consecuencia de factores climáticos adversos a raíz de factores climáticos y de la baja significativa de los precios internacionales de la soja (estos precios se encuentran actualmente a un nivel de 30% más bajo que el que se registraron 5 años atrás y a un nivel de 38% más bajo con respecto al pico del 2013, con una leve recuperación luego de la caída abrupta hacia fines del 2014 y el punto más bajo de comienzos del 2016) y sus derivados y las disminuciones del valor de las exportaciones, que llevaron a un ajuste importante del sector.

Las ventas se redujeron 38% desde Gs. 701.290 millones en Dic14 a Gs. 436.979 millones en Dic16, registrando una leve recuperación en el 2017 con respecto al año anterior, con un incremento de 19% desde Gs. 326.927 millones en Sep16 a Gs. 389.871 millones en Sep17. Esta recuperación es consecuente con el repunte del sector agrícola durante el primer semestre del año 2017, en particular del sector agroexportador que representa el principal segmento de clientes.



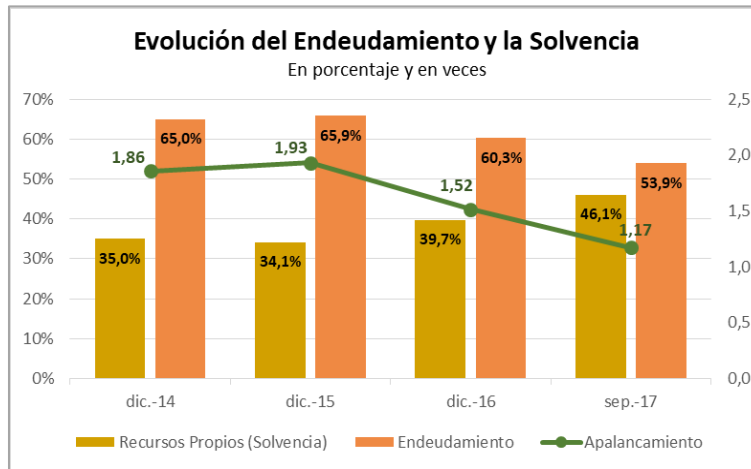
Mientras que las ventas iban disminuyendo, la cartera de créditos de los clientes iba aumentando, principalmente debido a que los plazos de los créditos se fueron alargando, a causa de las refinanciaciones y las condiciones del mercado. Además, debido a las restricciones del sistema bancario por la alta 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. Con respecto al periodo anterior, la cartera de créditos tuvo una leve reducción del 6% desde Gs. 198.868 millones en Sep16 a Gs. 186.124 millones en Sep17.

La estructura financiera también se ajustó de forma favorable a la reducción del negocio. El endeudamiento ha venido disminuyendo en los últimos años, desde 65,9% en Dic15 a 60,3% en Dic16 y a 53,9% en Sep17, y consecuentemente la solvencia ha venido aumentando desde 34,1% en Dic15 a 39,7% en Dic16 y a 46,1% en Sep17.

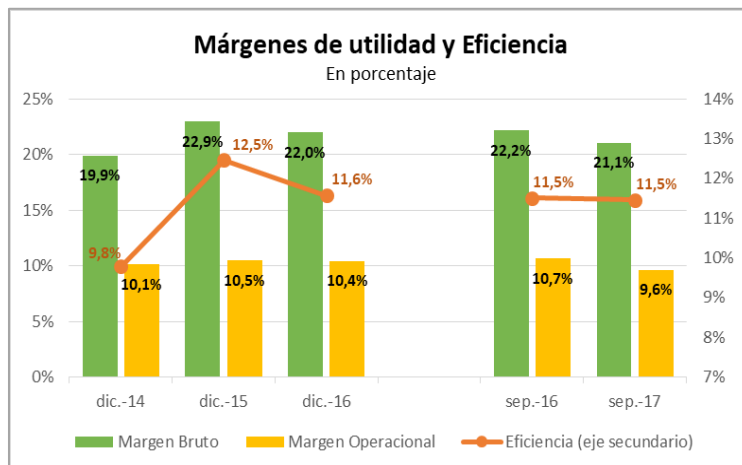
Por este motivo, el índice de apalancamiento ha venido disminuyendo desde 1,93 en Dic15 a 1,52 en Dic16 y a 1,17 en Sep17. Estos indicadores demuestran la fortaleza de la empresa, en cuanto a su capacidad para adaptar su estructura financiera, con el fin de acompañar el volumen y la tendencia del negocio.

Esta adecuada situación financiera, se debió principalmente a la política conservadora de la empresa, mediante la cual se fueron aumentando los resultados acumulados, a través de la retención de utilidades, lo que hizo que se fortalezca el Patrimonio Neto y con ello la solvencia, al mismo tiempo que se fueron reduciendo los Pasivos totales.



La estructura operacional también ha dado signos de fortaleza. Aunque las menores ventas han generado una reducción en las utilidades, los márgenes de rentabilidad se han mantenido estables en niveles adecuados. El Margen Bruto se mantuvo en un rango razonable registrando 22,9% en Dic15 y 22,0% en Dic16, mientras que si situó en 22,2% en Sep16 y 21,1% en Sep17.

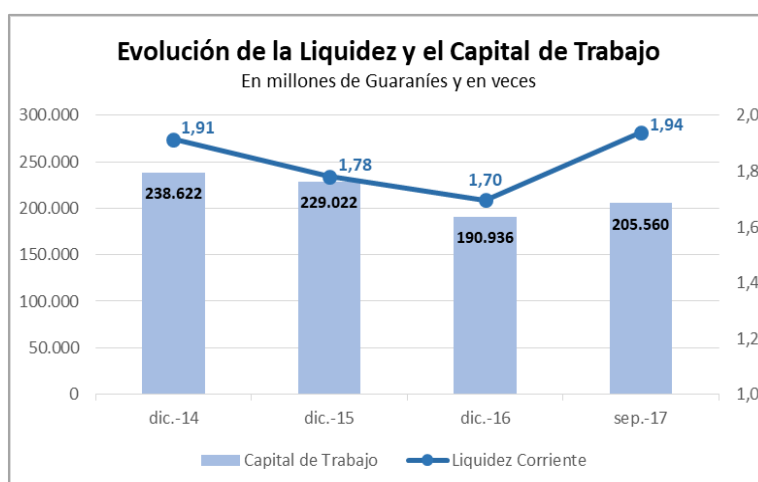
Asimismo, el Margen Operacional también se mantuvo relativamente estable registrando 10,5% en Dic15 y 10,4% en Dic16, aunque disminuyó levemente de 10,7% en Sep16 a 9,6% en Sep17. Estos indicadores demuestran que la estructura de costos se mantuvo equilibrada en los últimos años, a pesar de la considerable reducción de las ventas totales.



Un indicador de esta estabilidad operacional ha sido el ratio de Eficiencia, que reflejó una mejoría bajando de 12,5% en Dic15 a 11,6% en Dic16, y manteniéndose en 11,5% comparando con el mismo periodo de Sep16 y Sep17, siendo estos niveles adecuados para el tipo de negocio de KUROSU.

La liquidez también se ha mantenido en niveles adecuados durante los últimos años, aunque con una tendencia negativa desde el año 2014 al 2016, que fue revertida a Sep17.

El ratio de Liquidez Corriente aunque ha disminuido desde 1,91 en Dic14 a 1,70 en Dic16, ha registrado una recuperación durante el 2017 alcanzando 1,94 en Sep17, siendo este rango de fluctuación razonable para la situación financiera de KUROSU, considerando que se ha venido reduciendo la Deuda Total. El Capital de Trabajo también registró un aumento desde Gs. 190.936 millones en Dic16 a Gs. 205.560 millones en Sep17, siendo un nivel adecuado para el giro del negocio.



Finalmente, RISK MÉTRICA considera que KUROSU posee una adecuada solvencia patrimonial, mediante una prudente política de retención de utilidades y acumulación de reservas, lo cual ha permitido que los Activos estén financiados en un 46,1% por Recursos Propios a Septiembre 2017. Asimismo, a la fecha de corte, la empresa posee adecuados niveles de endeudamiento de los Activos de 53,9% y de apalancamiento del Patrimonio de 1,17, registrando ambos indicadores una constante reducción en los últimos años.

Durante el 2017, KUROSU ha reflejado una recuperación en sus ventas, comparado con el mismo periodo del 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 a fin de año en cuanto a la generación de utilidades, con una tendencia positiva para el 2018 en caso que el sector agrícola mantenga su recuperación.

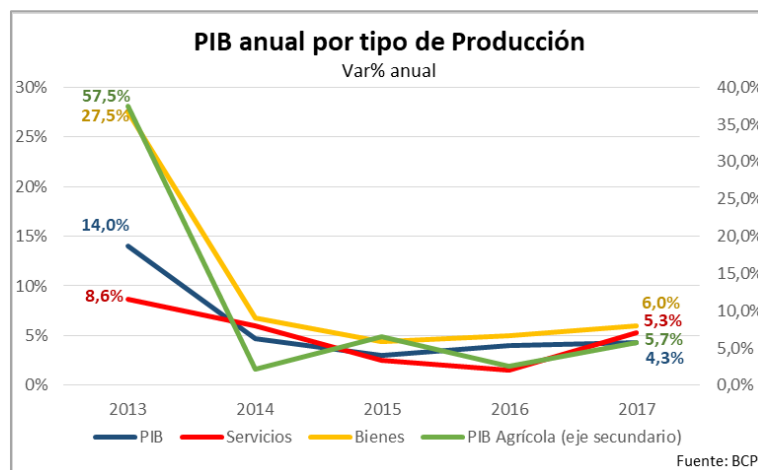
Sin embargo, existen desafíos y oportunidades de mejora para el siguiente año, especialmente con respecto a la calidad de los activos, mediante una mayor contención de la morosidad de la cartera de créditos, así como también en lo relacionado al ciclo operacional, mediante una mayor rotación de la cartera 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 al cual están expuestos los activos de la empresa, 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.

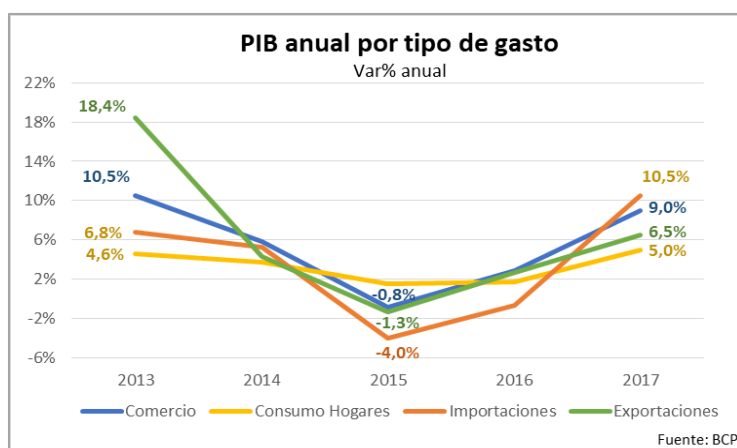
Esta reducción del PIB Agrícola, fue la principal causa para que el sector total de la Producción de Bienes también se haya reducido, desde 27,5% en el 2013 a 6,0% en el 2017. Otro sector afectado por la desaceleración económica fue el de los Servicios, cuya tasa de crecimiento se redujo de 8,6% en el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

Igualmente, las Importaciones bajaron de una variación anual del 6,8% en el 2013 llegando a un mínimo de -4,0% en el 2015. Asimismo, el Consumo privado de los Hogares bajó de 4,6% en el 2013 alcanzando un mínimo de 1,5% en el 2016, para luego recuperarse y volver a subir a 5,0% en el 2017.

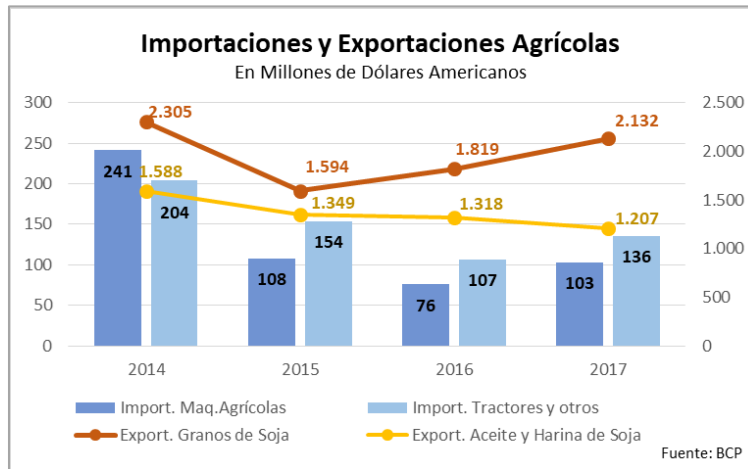
Las exportaciones del país también se redujeron en estos años de desaceleración de la economía, debido principalmente a las menores exportaciones de granos y derivados de la soja, las que resultaron afectadas especialmente por la baja en los precios internacionales de los commodities. Las principales 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.



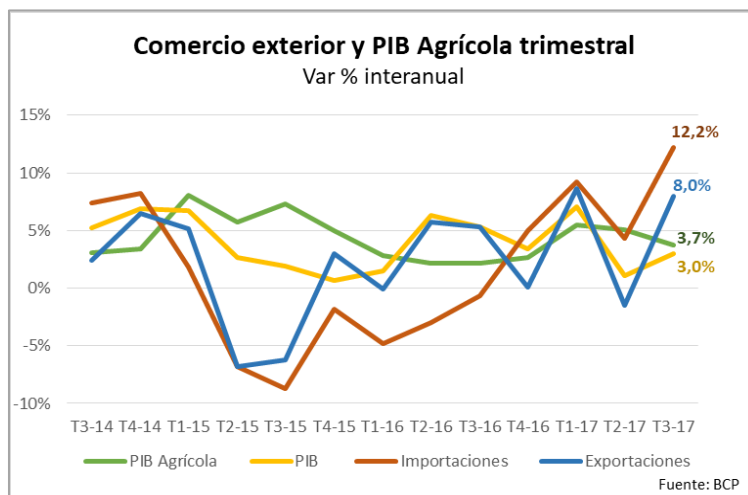
A partir del tercer trimestre del 2016 la economía se fue recuperando, principalmente mediante mayores inversiones en los sectores de la Construcción y la Industria, lo cual generó un repunte del Comercio y del Consumo. Desde el segundo semestre del 2016 hasta el primer semestre del 2017, la Construcción 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.

Con respecto al sector agroexportador en particular, las exportaciones de granos de soja y sus derivados como el aceite y la harina de soja, han registrado importantes reducciones. Las exportaciones de granos de soja han bajado desde US\$ 2.305 millones en el 2014 a US\$ 1.594 millones en el 2015, representando una reducción del 30,8%, para luego recuperarse con un valor de US\$ 1.819 millones en el 2016 y US\$ 2.132 millones en el 2017. Igualmente, las exportaciones de aceite y harina de soja han venido bajando de US\$ 1.588 millones en el 2014 a US\$ 1.207 millones en el 2017.

En consecuencia, las menores exportaciones 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 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 tercer trimestre, a tasas de crecimiento que superan el techo alcanzado en los últimos 3 años. Las importaciones han aumentado en 12,2% y las exportaciones en 8,0% 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, y con ello las importaciones de tractores y maquinarias agrícolas. Asimismo, los sectores del comercio y del consumo, deberían seguir con una tendencia positiva, sobre todo si se mantienen estables las principales variables macroeconómicas del país, como la inflación, las tasas de interés y el tipo de cambio.

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%
TOTAL	11.000	110.000.000.000	100,00%

El capital total integrado a Sep17 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, 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 Sep17. La tasa de retención de utilidades ha ido aumentando desde 49,9% en el 2014 hasta 67,4% en el 2017.

Política de Retención de Utilidades				
Retención de utilidades	2.014	2.015	2.016	sep-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
% Retención de Utilidades	49,9%	52,1%	57,5%	67,4%

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.

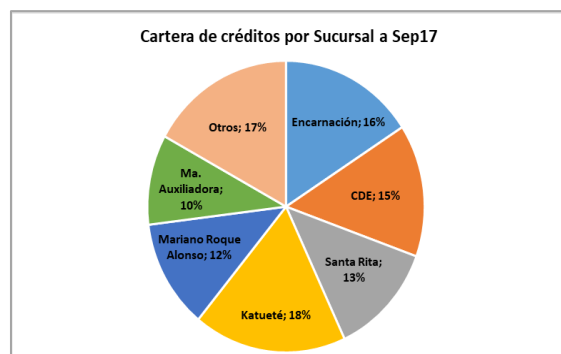
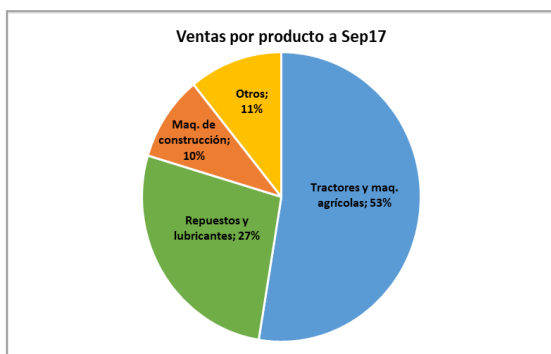
La organización funcional responde a las necesidades operativas y financieras de la empresa, la cual se desarrolla mediante la implementación de adecuadas políticas y procedimientos, así como de buenas prácticas de gobierno corporativo. Adicionalmente, la empresa cuenta con estructuras de control interno 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 53% de las ventas en Sep17; 2) Repuestos, lubricantes, mantenimientos y asistencia técnica, ocupando el 27% de las ventas en Sep17 y 3) Maquinarias para la Construcción, ocupando el 10% de las ventas en Sep17. 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 Sep17.

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. Sin embargo, a Sep17 los contratos adjudicados fueron por 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 Septiembre 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 Financial", 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.

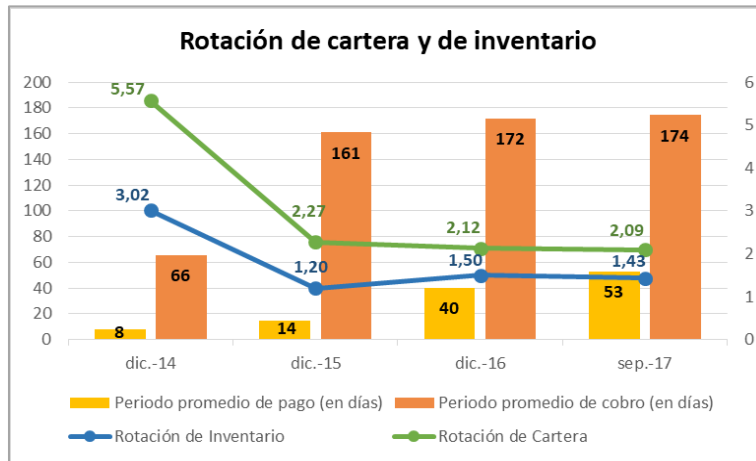
La empresa cuenta actualmente con casi 400 funcionarios contratados en forma directa, a través del Departamento de Recursos Humanos, que se encarga de la selección, reclutamiento y formación del talento humano. Además, se dispone de una flota de 91 vehículos propios, destinados a la atención personalizada 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 Septiembre 2017, el ciclo operacional ha bajado levemente a 429 días, debido a que la rotación de inventario ha disminuido a 1,43, al igual que la rotación de cartera que ha bajado levemente a 2,09.

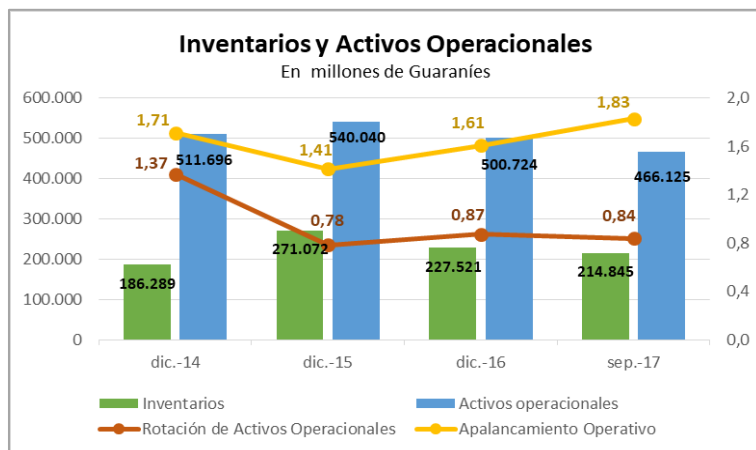
Se espera que en la medida que la empresa vaya aumentando nuevamente las ventas, como resultado de la recuperación del sector agrícola, la rotación de inventario y de cartera puedan volver a subir, con lo cual KUROSU podrá transformar más rápidamente sus inventarios en ventas, generando mayores oportunidades de incrementar el margen bruto y operacional.



Con respecto al periodo promedio de cobro, el mismo ha venido aumentando como resultado del incremento en los plazos de la cartera de créditos, subiendo desde 66 días en Dic14 a 174 días en Sep17. Igualmente, el periodo promedio de pago ha venido aumentando, aunque en forma más gradual, dese 8 días en Dic14 a 53 días en Sep17. Estos indicadores reflejan la situación de la empresa en cuanto a los plazos y el calce de su estructura financiera.

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 Septiembre 2017 los inventarios registraron un saldo de Gs. 214.845 millones, con una reducción del 21% respecto al saldo de Gs. 271.072 millones registrado en Dic15, lo que evidencia una recuperación en el volumen del negocio.

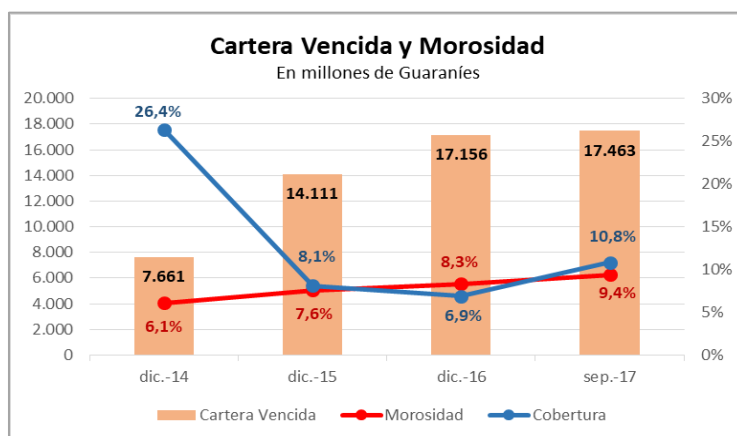
Los inventarios están compuestos principalmente por cosechadoras, tractores, pulverizadoras, equipos de construcción, maquinarias varias, repuestos y lubricantes, todos de la marca John Deere.



Los activos operacionales también fueron disminuyendo en los años de menores ventas, así como también el ciclo operacional y la rotación de estos activos, cuyo índice se redujo de 1,37 en Dic14 a 0,84 en Sep17. Sin embargo, en la medida que el ciclo operacional fue disminuyendo, el apalancamiento operativo fue aumentando de 1,41 en Dic15 a 1,83 en Sep17, evidenciando una estructura de costos más eficiente con menores costos relativos por unidad vendida.

CALIDAD DE ACTIVOS

La cartera vencida de KUROSU ha venido 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.



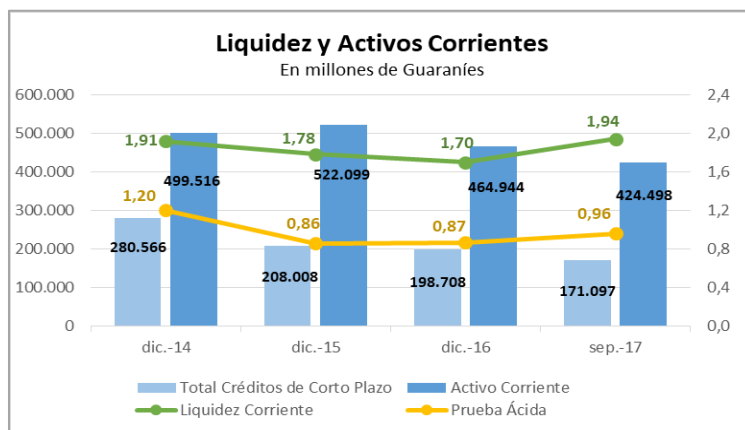
La cartera vencida aumentó 128% desde Gs. 7.661 millones en Dic14 a Gs. 17.463 millones en Sep17, lo que hizo que el índice de morosidad suba de 6,1% en Dic14 a 9,4% en Sep17. La cartera vencida normal fue de Gs. 6.508 millones en Sep17, menor que la registrada de Gs. 8.847 millones en Dic16, mientras que la cartera en gestión judicial fue de Gs. 10.955 millones en Sep17, superior a la registrada de Gs. 8.309 millones en Dic16, con un incremento del 31,8% representando el 62,7% de la cartera vencida total en Sep17, lo cual evidencia el deterioro de la cartera morosa que no ha podido ser recuperada ni refinanciada.

Por otro lado, las provisiones sobre la cartera vencida también han aumentado de Gs. 2.789 millones en Dic15 a Gs. 4.968 millones en Dic16. Sin embargo, en términos de cobertura el índice ha disminuido de 38,1% en Dic15 a 34,3% en Dic16, como resultado del aumento de la cartera vencida en 98%, con lo cual se ha incrementado la exposición al riesgo de la cartera de créditos.

LIQUIDEZ y CAPITAL DE TRABAJO

Los indicadores de liquidez de KUROSU han venido disminuyendo desde el año 2014 hasta el año 2016, registrando una recuperación en el año 2017. El ratio de Liquidez Corriente ha subido de bajado de 1,91 en Dic14 a 1,70 en Dic16, para luego aumentar a 1,94 en Sep17, a pesar que los activos corrientes han venido disminuyendo desde Gs. 522.099 millones en Dic15 a Gs. 424.498 millones en Sep17, debido principalmente a la reducción de los Créditos de Corto Plazo que disminuyeron 39% desde Gs. 280.566 millones en Dic14 a Gs. 171.097 millones en Sep17.

Sin embargo, también han disminuido los Pasivos de Corto Plazo en forma más que proporcional, con lo cual el ratio de liquidez ha aumentado nuevamente en el año 2017, a un nivel adecuado para el giro del negocio. Asimismo, el ratio de Prueba Ácida ha aumentado desde en el año 2017 de 0,87 en Dic16 a 0,96 en Sep17, siendo un ratio razonable para la estructura financiera de la empresa.

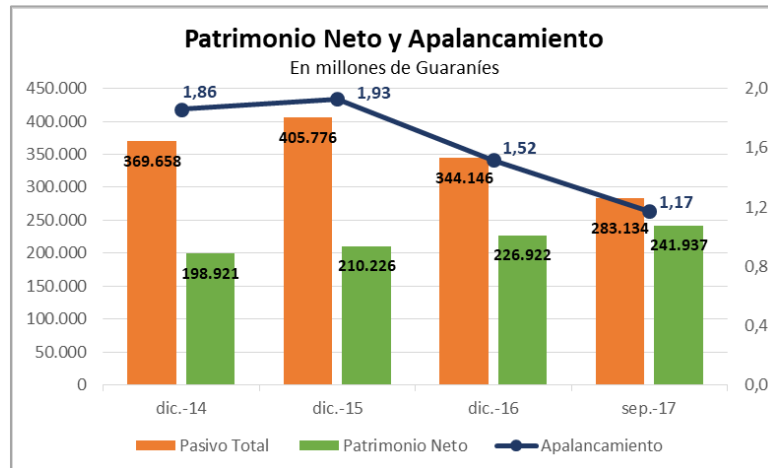


Debido a la disminución de las obligaciones de corto plazo, el Capital de Trabajo ha aumentado en el año 2017 desde Gs. 190.936 millones en Dic16 a Gs. 205.560 millones en Sep17, siendo una cifra razonable para los requerimientos de liquidez de la empresa, aunque sigue siendo inferior a los niveles alcanzados en los años anteriores. Las Disponibilidades han venido aumentando en los últimos años, desde Gs. 30.624 millones en Dic14 a Gs. 40.085 millones en Sep17, razón por la cual el ratio de Efectividad también ha aumentado desde 0,12 en Dic14 a 0,18 en Sep17.

SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

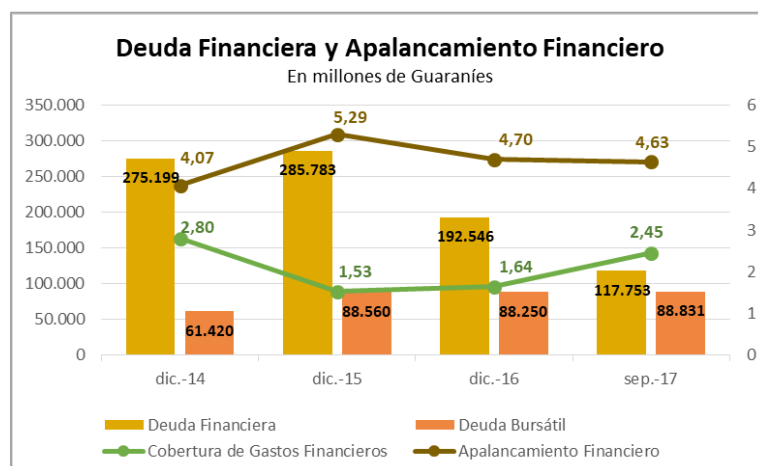
KUROSU posee una adecuada solvencia patrimonial, como resultado de un adecuado nivel de capital, un buen nivel de reservas y una política conservadora de retención acumulada de utilidades. El Patrimonio Neto se incrementó 22% desde Gs. 198.921 millones en Dic14 a Gs. 241.937 millones en Sep17, principalmente debido a los resultados acumulados que aumentaron 359% desde Gs. 17.000 millones en Dic14 a Gs. 78.000 millones en Sep17.

Debido al sostenido aumento del Patrimonio Neto y la disminución de la Deuda, el ratio de Solvencia ha aumentado desde 35,0% en Dic14 a 46,1% en Sep17, mientras que el Endeudamiento ha disminuido de 65,0% en Dic14 a 53,9% en Sep17. Asimismo, el ratio de Apalancamiento, que mide el endeudamiento del capital, ha venido disminuyendo desde el año 2015, desde 1,93 en Dic15 a 1,17 en Sep17. Estos indicadores reflejan un adecuado nivel de solvencia y endeudamiento de la empresa.



La Deuda de KUROSU ha venido disminuyendo desde el año 2015, con una reducción del 30% desde Gs. 405.776 millones en Dic15 a Gs. 283.134 millones en Sep17. El componente de la deuda que registró la mayor reducción fue la Deuda Financiera, que se redujo 57% desde Gs. 275.199 millones en Dic14 a Gs. 117.753 millones en Sep17, como resultado de una reestructuración, para canjear por Deuda Bursátil de largo plazo, la cual aumentó 45% desde Gs. 61.420 millones en Dic14 a Gs. 88.831 millones en Sep17.

La Deuda de Corto Plazo se redujo 16 % desde Gs. 260.894 millones en Dic14 a Gs. 218.938 millones en Sep17. Asimismo, la Deuda de Largo Plazo disminuyó en 41% desde Gs. 108.764 millones en Dic14 a Gs. 64.196 millones en Sep17.



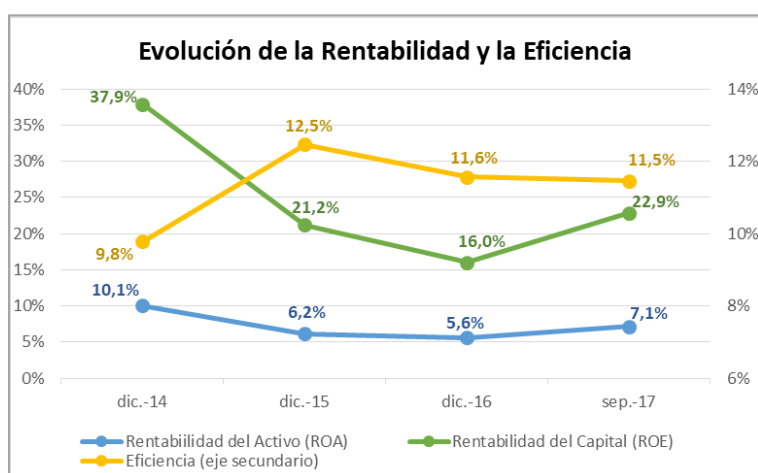
La reducción de la Deuda Financiera desde al año 2015, ha generado una reducción en el Apalancamiento Financiero desde 5,29 en Dic15 a 4,63 en Sep17. Asimismo, el ratio de Cobertura de Gastos Financieros, ha aumentado desde 1,53 en Dic15 a 2,45 en Sep17, debido a la consecuente reducción de los costos en concepto de intereses pagados. La Cobertura de las Obligaciones también ha venido aumentando, desde 0,15 en Dic15 a 0,23 en Sep17.

Estos buenos indicadores del endeudamiento y la solvencia de KUROSU, reflejan el potencial de la empresa para seguir creciendo, mediante una equilibrada estructura financiera y un adecuado margen y nivel de apalancamiento del capital.

RENTABILIDAD y EFICIENCIA

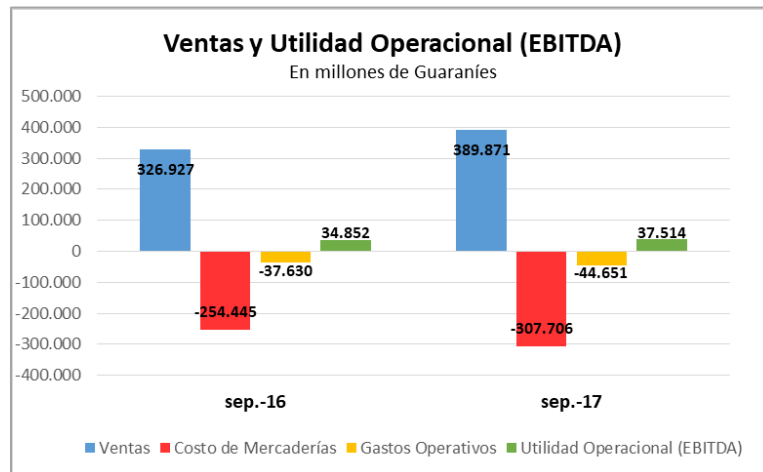
La rentabilidad de los activos y del capital de KUROSU ha venido disminuyendo desde el año 2014 hasta el año 2016, consecuentemente con la reducción de las ventas. El ROA disminuyó 44% desde 10,1% en Dic14 a 5,6% en Dic16, mientras que el ROE se redujo en 58% desde 37,9% en Dic14 a 16,0% en Dic16. Sin embargo, en la medida que las ventas se recuperaron en el 2017, el ROA subió 27% a 7,1% en Sep17 y el ROE aumentó 43% a 22,9% en Sep17. Asimismo, el ratio de Eficiencia registró un leve deterioro desde 9,8% en Dic14 a 11,6% en Dic16, casi sin variación a Septiembre 2017 de 11,5%.

Aunque estos indicadores de rentabilidad y eficiencia 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.

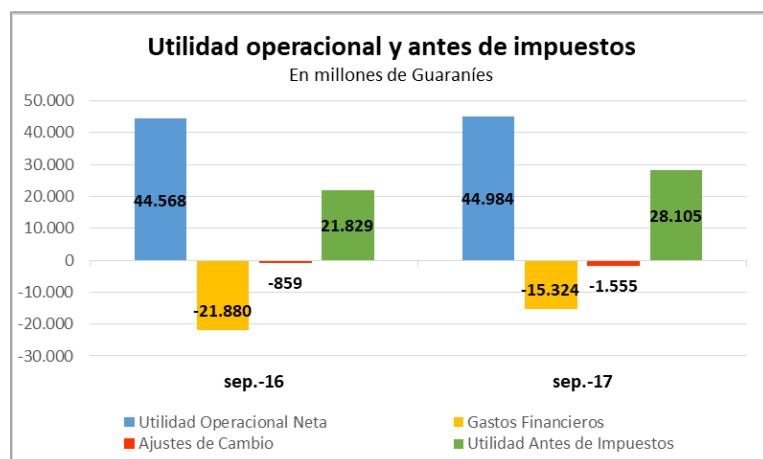


Con respecto a los márgenes de utilidad, éstos se han mantenido en niveles razonables, a pesar de la disminución en las tasas de rentabilidad del negocio, lo que indica una adecuada estructura de costos en relación con los ingresos generados. A Septiembre 2017 el Margen Bruto fue de 21,1% y el Margen Neto de 9,6%, siendo niveles adecuados para el tipo de negocio.

Con respecto a la generación de utilidad, comparando el mismo periodo del 2016 y 2017, la Utilidad Bruta ha aumentado 13,4% de Gs. 72.482 millones en Sep16 a Gs. 82.165 millones en Sep17, aunque también aumentó el Costo de Mercaderías en 20,9% de Gs. 254.445 millones en Sep16 a Gs. 307.706 millones en Sep17, así como también el Costo Operativo se incrementó en 18,7% de Gs. 37.630 millones en Sep16 a Gs. 44.651 millones en Sep17. De esta forma, la Utilidad Operacional (EBITDA) ha aumentado 7,6% de Gs. 34.852 millones en Sep16 a Gs. 37.514 millones en Sep17.



La Utilidad Operacional Neta, una vez deducidas del EBITDA las provisiones y las depreciaciones, se ha mantenido casi en el mismo nivel en Gs. 44.568 millones en Sep16 y Gs. 44.984 millones en Sep17. Sin embargo, debido a la reducción de las deudas financieras, sobre todo de largo plazo, los gastos financieros han disminuido en 30% de Gs. 21.880 millones en Sep16 a Gs. 15.324 millones en Sep17, con lo cual la Utilidad Antes de Impuestos aumentó 28,8% de Gs. 21.829 millones en Sep16 a Gs. 28.105 millones en Sep17.



La utilidad neta, una vez deducidos los impuestos, aumentó 29,8% de Gs. 19.222 en Sep16 a Gs. 24.955 millones en Sep17.

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	49.000.000	55.000.000	55.000.000	60.000.000
Cobranzas	55.000.000	63.000.000	83.000.000	85.000.000	80.000.000
Ingresos Operativos	102.000.000	112.000.000	138.000.000	140.000.000	140.000.000
Proveedores	30.184.434	---	---	---	---
Vencimientos de nuevas compras	49.800.000	91.000.000	97.500.000	105.000.000	115.000.000
Nacionalización de Mercaderías	9.885.120	12.090.000	12.675.000	13.650.000	14.950.000
Acreedores Varios	48.066	35.141	19.388	---	---
Gastos fijos, variables mensuales	12.000.000	13.200.000	14.400.000	15.840.000	17.400.000
Impuestos a Pagar: IVA/Renta	3.750.000	5.240.000	5.600.000	5.800.000	6.000.000
Egresos Operativos	105.667.620	121.565.141	130.194.388	140.290.000	153.350.000
FLUJO OPERATIVO	-3.667.620	-9.565.141	7.805.612	-290.000	-13.350.000
Líneas de Crédito a Utilizar	59.000.000	90.000.000	95.000.000	95.000.000	100.000.000
Ventas de cartera	---	1.000.000	2.000.000	3.000.000	2.000.000
Bonos nueva emisión PEG G3	3.533.569	---	---	---	---
Bonos nueva emisión PEG USD3	5.000.000	---	---	---	---
Ingresos Financieros	67.533.569	91.000.000	97.000.000	98.000.000	102.000.000
Nuevas Obligaciones Bancarias	30.000.000	70.500.000	97.000.000	90.000.000	80.000.000
Obligaciones Bancarias + Intereses e Impuestos	19.885.922	392.637	385.454	475.735	88.978
Inversiones	3.500.000	1.800.000	1.800.000	1.500.000	1.500.000
Dividendos a pagar	2.000.000	3.000.000	3.000.000	3.500.000	4.000.000
Bonos PEG G1y USD1 Capital	4.883.392	---	---	---	---
Bonos PEG G1y USD1 Intereses	444.785	---	---	---	---
Bonos PEG G2 y USD2 Capital	---	3.413.428	3.236.749	---	---
Bonos PEG G2 y USD2 Intereses	646.684	646.246	308.410	---	---
Bonos PEG G3 y USD3 Capital	---	---	---	---	8.533.569
Bonos PEG G3 y USD3 Intereses	266.263	602.518	602.518	602.518	336.254
Egresos Financieros	61.627.046	80.354.829	106.333.131	96.078.253	94.458.801
FLUJO FINANCIERO	5.906.523	10.645.171	-9.333.131	1.921.747	7.541.199
FLUJO DE CAJA	2.238.903	1.080.030	-1.527.519	1.631.747	-5.808.801
Saldo Inicial	7.320.612	9.559.515	10.639.545	9.112.026	10.743.773
FLUJO FINAL	9.559.515	10.639.545	9.112.026	10.743.773	4.934.972

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 un aumento en las deudas financieras, como principal fuente de fondeo para sostener la estructura operativa. Asimismo, se espera que el repago del mayor endeudamiento financiero y bursátil, produzca algún descalce financiero en los próximos 3 años, motivo por el cual el flujo de caja será positivo aunque ajustado hacia finales del periodo proyectado, particularmente en el año 2022.

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADO

KUROSU & CIA S.A.E.							
En millones de Guaraníes							
BALANCE	dic-14	dic-15	dic-16	Var%	sep-16	sep-17	Var%
Disponibilidades	30.624	41.878	38.990	-6,9%	50.556	40.085	-20,7%
Créditos	280.566	208.008	198.709	-4,5%	183.854	171.097	-6,9%
Previsiones	-2.019	-1.144	-1.179	3,1%	-1.307	-1.888	44,5%
Inventarios	186.289	271.072	227.521	-16,1%	234.249	214.845	-8,3%
Otros	4.056	2.285	903	-60,5%	1.107	359	-67,6%
Activo Corriente	499.516	522.099	464.944	-10,9%	468.459	424.498	-9,4%
Créditos	20.538	45.703	56.322	23,2%	46.898	44.264	-5,6%
Propiedad, Planta y Equipo	46.564	47.468	49.579	4,4%	50.577	55.738	10,2%
Otros	1.961	732	223	-69,5%	274	571	108,4%
Activo No Corriente	69.063	93.903	106.124	13,0%	97.749	100.573	2,9%
ACTIVO TOTAL	568.579	616.002	571.068	-7,3%	566.208	525.071	-7,3%
Deuda Comercial	11.784	12.922	37.553	190,6%	35.385	44.576	26,0%
Deuda Financiera	229.550	263.101	192.546	-26,8%	186.067	110.438	-40,6%
Deuda Bursátil	926	1.234	22.050	1686,9%	2.844	34.870	1126,1%
Anticipo de Clientes	3.483	3.948	3.507	-11,2%	4.288	7.145	66,6%
Utilidades Diferidas	6.739	9.870	12.519	26,8%	11.612	11.221	-3,4%
Otros	8.412	2.002	5.833	191,4%	22.519	10.688	-52,5%
Pasivo Corriente	260.894	293.077	274.008	-6,5%	262.715	218.938	-16,7%
Deuda Financiera	45.649	22.682	0	-100,0%	0	7.315	# DIV/0
Deuda Bursátil	60.494	87.326	66.200	-24,2%	85.049	53.961	-36,6%
Otros	2.621	2.691	3.938	46,3%	3.235	2.920	-9,7%
Pasivo No Corriente	108.764	112.699	70.138	-37,8%	88.284	64.196	-27,3%
PASIVO TOTAL	369.658	405.776	344.146	-15,2%	350.999	283.134	-19,3%
Capital	110.000	110.000	110.000	0,0%	110.000	110.000	0,0%
Reservas	23.916	26.948	30.230	12,2%	26.948	30.230	12,2%
Resultados Acumulados	17.000	42.000	60.000	42,9%	60.000	78.000	30,0%
Utilidad del Ejercicio	48.005	31.278	26.692	-14,7%	18.261	23.707	29,8%
Patrimonio Neto	198.921	210.226	226.922	7,9%	215.209	241.937	12,4%
RESULTADO	dic-14	dic-15	dic-16	Var%	sep-16	sep-17	Var%
Ventas	701.290	422.259	436.979	3,5%	326.927	389.871	19,3%
Costo de Mercaderías	-561.797	-325.370	-340.875	4,8%	-254.445	-307.706	20,9%
Utilidad Bruta	139.493	96.889	96.104	-0,8%	72.482	82.165	13,4%
Gastos de Ventas	-40.649	-29.688	-33.972	14,4%	-25.608	-31.729	23,9%
Gastos de Administración	-27.942	-22.921	-16.586	-27,6%	-12.022	-12.922	7,5%
Utilidad Operacional (EBITDA)	70.902	44.280	45.546	2,9%	34.852	37.514	7,6%
Otros Ingresos Operativos	14.959	29.711	19.940	-32,9%	13.160	11.617	-11,7%
Previsiones	-849	-1.145	-1.179	3,0%	-175	-900	414,3%
Depreciación	-3.565	-4.275	-4.538	6,2%	-3.269	-3.247	-0,7%
Utilidad Operacional Neta (UAI)	81.447	68.571	59.769	-12,8%	44.568	44.984	0,9%
Gastos Financieros	-25.342	-28.972	-27.717	-4,3%	-21.880	-15.324	-30,0%
Utilidad Ordinaria	56.105	39.599	32.052	-19,1%	22.688	29.660	30,7%
Ajustes de cambio	1.137	-1.647	-27	-98,4%	-859	-1.555	81,0%
Utilidad Antes de Impuestos (UAI)	57.242	37.952	32.025	-15,6%	21.829	28.105	28,8%
Impuesto a la Renta	-6.711	-5.028	-3.928	-21,9%	-2.607	-3.150	20,8%
UTILIDAD NETA	50.531	32.924	28.097	-14,7%	19.222	24.955	29,8%
Reserva Legal	-2.526	-1.646	-1.405	-14,6%	-961	-1.248	29,9%
RESULTADO DEL EJERCICIO	48.005	31.278	26.692	-14,7%	18.261	23.707	29,8%

RESUMEN DE CARTERA Y RATIOS FINANCIEROS

KUROSU & CIA S.A.E.								
CARTERA	dic-14	dic-15	dic-16	Var%	sep-16	sep-17	Var%	
Cartera de Créditos	301.104	253.791	255.031	0,5%	230.752	215.361	-6,7%	
Previsiones	2.019	1.144	1.179	3,1%	1.307	1.888	44,5%	
Cartera vencida	7.661	14.111	17.156	21,6%	16.857	17.463	3,6%	
Morosidad	6,1%	7,6%	8,3%	9,9%	8,5%	9,4%	10,7%	
Cobertura	26,4%	8,1%	6,9%	-15,2%	7,8%	10,8%	39,4%	
LIQUIDEZ								
Liquidez Corriente	1,91	1,78	1,70	-4,7%	1,78	1,94	8,7%	
Prueba Ácida	1,20	0,86	0,87	1,2%	0,89	0,96	7,4%	
Ratio de Efectividad	0,12	0,14	0,14	-0,4%	0,19	0,18	-4,9%	
Capital de Trabajo	238.622	229.022	190.936	-16,6%	205.744	205.560	-0,1%	
Indice de Capital de Trabajo	42,0%	37,2%	33,4%	-10,1%	36,3%	39,1%	7,7%	
GESTIÓN								
Rotación de Inventario	3,02	1,20	1,50	24,8%	1,09	1,43	31,9%	
Rotación de Cartera	5,57	2,27	2,12	-6,5%	1,64	2,09	27,4%	
Ciclo Operacional (en días)	187	465	416	-10,6%	558	429	-23,1%	
Periodo promedio de cobro (en días)	66	161	172	6,9%	222	174	-21,5%	
Periodo promedio de pago (en días)	8	14	40	177,4%	51	53	4,2%	
Rotación de Activos Operacionales	1,37	0,78	0,87	11,6%	0,66	0,84	26,2%	
Indice de Activos Operacionales	90,0%	87,7%	87,7%	0,0%	87,1%	88,8%	1,9%	
Apalancamiento Operativo	1,71	1,41	1,61	13,8%	1,63	1,83	12,3%	
ENDEUDAMIENTO								
Recursos propios	35,0%	34,1%	39,7%	16,4%	38,0%	46,1%	21,2%	
Endeudamiento	65,0%	65,9%	60,3%	-8,5%	62,0%	53,9%	-13,0%	
Apalancamiento	1,86	1,93	1,52	-21,4%	1,63	1,17	-28,2%	
Apalancamiento Financiero	4,07	5,29	4,70	-11,3%	5,37	4,63	-13,8%	
Cobertura de Gastos Financieros	2,80	1,53	1,64	7,5%	1,59	2,45	53,7%	
Cobertura de las Obligaciones	0,27	0,15	0,17	10,0%	0,13	0,17	29,2%	
RENTABILIDAD								
ROA	10,1%	6,2%	5,6%	-9,0%	5,1%	7,1%	38,8%	
ROE	37,9%	21,2%	16,0%	-24,6%	14,8%	22,9%	54,7%	
Margen Bruto	19,9%	22,9%	22,0%	-4,2%	22,2%	21,1%	-4,9%	
Margen Operacional	10,1%	10,5%	10,4%	-0,6%	10,7%	9,6%	-9,7%	
Margen Neto	7,2%	7,8%	6,4%	-17,5%	5,9%	6,4%	8,9%	
Rentabilidad del Activo Operacional	13,9%	8,2%	9,1%	10,9%	9,4%	10,7%	13,9%	
Eficiencia	9,8%	12,5%	11,6%	-7,1%	11,5%	11,5%	-0,5%	

CARACTERÍSTICAS y EVALUACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G3	
Emisor	KUROSU & CIA S.A.E.
Aprobación	Acta de Directorio N° 623/17 del 20 de Noviembre de 2017
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	Se emitirán con un plazo de vencimiento de 1.460 días (4 años) y según lo especifique 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 la 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	Sustitución de deuda de corto plazo y capital operativo
Agente Organizador y Colocador	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) USD3	
Emisor	KUROSU & CIA S.A.E.
Aprobación	Acta de Directorio N° 623/17 del 20 de Noviembre de 2017
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	Se emitirán con un plazo de vencimiento de 1.460 días (4 años) y según lo especifique 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 la 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	Sustitución de deuda de corto plazo y capital operativo
Agente Organizador y Colocador	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

El Directorio de KUROSU & CIA S.A.E. ha aprobado según Acta N° 623/17 de fecha 20 de Noviembre de 2017, la emisión de bonos bajo los Programas de Emisión Global G3 Y USD3, por un monto máximo de Gs. 20.000 millones y USD 5.000.000 respectivamente, con un plazo de vencimiento de hasta cuatro (4) años (1.460 días).

Esta nueva emisión ha sido efectuada con el objetivo de obtener fondos del mercado de valores, para destinarlos a la sustitución de deudas de corto plazo, así como para capital operativo, en un rango de entre 40% y 60%. Al respecto, se ha fijado el pago de capital al vencimiento y la amortización de intereses en forma semestral. Además, los Programas no contemplan resguardos ni garantías especiales, así como tampoco rescates anticipados, de acuerdo con lo establecido en los respectivos Prospectos.

Cabe señalar, que ambos Programas de Emisión fueron considerados para evaluar la capacidad de pago y la solvencia de KUROSU & CIA S.A.E., bajo los supuestos de una emisión y colocación durante el 2018, del 100% del total aprobado de cada Programa, de acuerdo al Plan de Fondeo y Flujo de Caja Proyectado. Se ha evaluado el impacto que tendrán estas nuevas emisiones, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del nuevo endeudamiento en la sostenibilidad del negocio. Del análisis practicado bajo distintos escenarios, se pudo determinar que el aumento del endeudamiento no generará distorsiones significativas sobre la solvencia y el desempeño financiero, aunque podrá ocasionar el debilitamiento de la liquidez y un flujo de caja de efectivo ajustado en los próximos años, especialmente hacia finales del periodo proyectado.

ANTECEDENTES DE OTRAS EMISIONES

A la fecha de este Informe de Calificación, KUROSU & CIA S.A.E. registra saldos vigentes en sus cuatro Programas de Emisión Global G1, G2, USD1 y USD2 en el mercado de valores, por montos totales de Gs. 20.000 millones y USD 8.000.000. Estos programas han sido aprobados por la CNV, según resoluciones N° 54E/12 y 55/E12, de fecha 30 de octubre de 2012, y resoluciones N° 60E/14 y 61E/14 de fecha 21 de octubre de 2014.

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
PEG G1	Total		5.000.000.000	
PEG USD 1	2	2.000.000	---	03/Jul/2018
PEG USD 1	3	2.000.000	---	05/Dic/2018
PEG USD 1	Total	4.000.000		
PEG G2	1	---	8.000.000.000	24/Oct/2019
PEG G2	2	---	7.000.000.000	09/Dic/2020
PEG G2	Total		15.000.000.000	
PEG USD2	1	2.000.000	---	24/Oct/2019
PEG USD2	2	2.000.000	---	09/Dic/2020
PEG USD2	Total	4.000.000		
TOTAL SALDO		8.000.000	20.000.000.000	

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:	30 de Setiembre de 2017
Fecha de calificación:	29 de Enero de 2018
Fecha de Autorización:	11 de Febrero de 2018 (Res CNV N° 9E/18 y N° 10E/18)
Fecha de publicación:	16 de Febrero de 2018
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: 441-320 Cel: 0981-414481 Email: info@riskmetrica.com.py

KUROSU & CIA S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
Programas de Emisión Global G3 y USD3	pyA+	Estable
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

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 30 de Setiembre 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: Comité de Calificación Rsiométrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: Lic. Graciela Núñez Analista de Riesgos
---	--