

## INFORME DE CALIFICACIÓN

Fecha de Corte al 30 de Setiembre de 2019

### KUROSU & CIA S.A.

### PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL PEG G4 y USD4

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor		
<b>PEG G4 y USD4</b>	<b>CALIFICACIÓN</b>	AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
<b>Fecha de Corte</b>	<b>30-Set-2019</b>	
<b>Solvencia</b>	<b>pyAA-</b>	
<b>Tendencia</b>	<b>Estable</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

RISK MÉTRICA ha asignado la Calificación de **pyAA-** con tendencia **Estable**, para la Solvencia y los Programas de Emisión Global (PEG) G4 y USD4, de la empresa KUROSU & CIA. S.A., con fecha de corte al 30 de Setiembre de 2019, en base a los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo de la empresa, considerando su evolución dinámica durante los últimos años:

PRINCIPALES FORTALEZAS
Elevado nivel de solvencia patrimonial, con adecuada política de reservas y retención de utilidades, registrando un importante aumento de dicho indicador en los años 2017 y 2018, con una leve reducción en el 2019 al corte analizado.
Adecuados niveles de apalancamiento y endeudamiento de la empresa, con tendencia decreciente durante los últimos años, registrando un leve incremento en el 2019 al corte analizado, con adecuados índices de cobertura de la deuda y de los gastos financieros.
Adecuados niveles de liquidez y de capital de trabajo durante los últimos años, con razonable flujo de caja operativo respecto al volumen de las operaciones, registrando un flujo operativo negativo en el 2019 al corte analizado que ha sido financiado con nuevo endeudamiento.
Adecuada estructura operacional con razonables indicadores de eficiencia y de rotación de inventario y cartera, registrando una disminución de estos indicadores en el 2019 al corte analizado, con aumento del índice de costos fijos y variables.
Adecuada calidad de la cartera de créditos, con disminución de la cartera vencida y la morosidad durante los últimos años, con adecuado nivel de cobertura de provisiones respecto a los créditos con mayores atrasos y los judicializados.

Kurosu&Cia S.A. 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.

### PRINCIPALES RIESGOS

Alta concentración de la deuda a corto plazo, con tendencia creciente durante últimos años, debido al aumento de la deuda bancaria utilizada principalmente para capital operativo, registrando un importante incremento en el 2019 al corte analizado.

Concentración de la cartera crediticia en el segmento de clientes del sector agroexportador, los cuales son más vulnerables a los ciclos económicos y precios internacionales.

Disminución de las ventas y de la utilidad en durante el 2019 al corte analizado, registrando una reducción del margen bruto y operacional con disminución de la rentabilidad, aunque todavía en niveles razonables con respecto al volumen del negocio y al promedio de la industria.

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, con resultados cambiarios más favorables en el 2018 y 2019, debido a la depreciación de la moneda nacional.

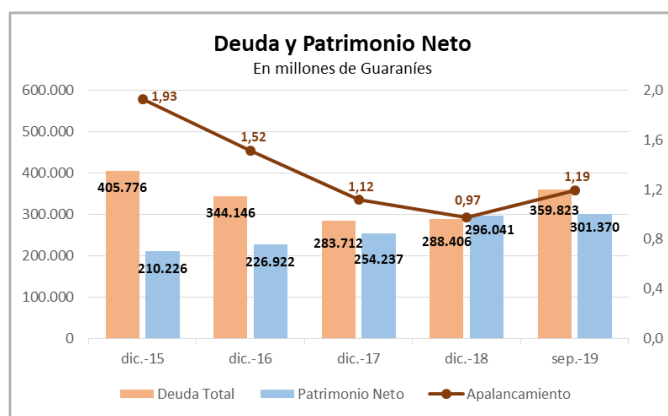
Disminución del crecimiento del sector agro-exportador en el periodo 2018-2019, con expectativas de lenta recuperación para el 2020, lo cual podría seguir afectando negativamente sobre las ventas de la compañía en el mediano plazo.

La **Tendencia Estable** refleja las adecuadas expectativas sobre la situación general de KUROSU & CIA S.A., considerando que en el 2017 y 2018 se ha registrado una tendencia creciente de las ventas y los principales indicadores financieros del negocio, con una eficiente estructura operacional. Si bien durante el 2019 las ventas han disminuido, derivando en una reducción de los ingresos, la utilidad y la liquidez, estos indicadores permanecen en niveles adecuados, con respecto al volumen del negocio y el promedio de la industria. Esta disminución de los indicadores de la gestión financiera y operativa del negocio, ha estado acompañada por una adecuada estrategia comercial, en línea con la evolución del sector agro-exportador donde operan sus principales clientes, lo que también ha contribuido con la reducción de la morosidad de la cartera crediticia, además del mantenimiento de los ratios financieros en niveles razonables.

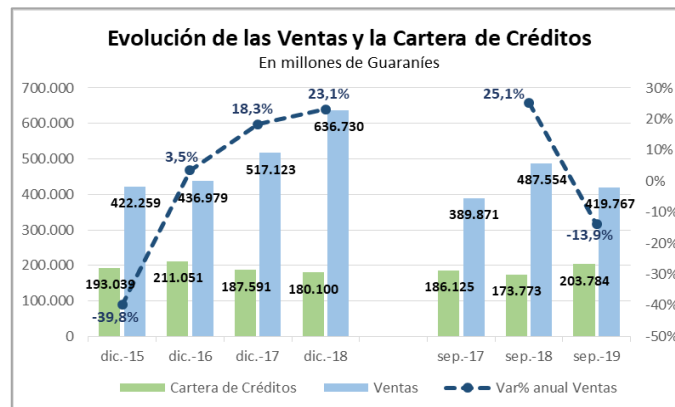
La categoría de **pyAA-** se sustenta en los sólidos indicadores de solvencia, endeudamiento y liquidez de la empresa, los que han registrado una tendencia favorable durante los últimos años, fortalecidos por un adecuado desempeño financiero con una eficiente estructura operacional. La principal fortaleza de la empresa consiste en el aumento de la solvencia patrimonial durante los últimos años, en niveles adecuados para el tamaño de los activos y el volumen de las operaciones, mediante una prudente política de retención de utilidades, lo que a su vez ha derivado en el mantenimiento de razonables indicadores de endeudamiento. Asimismo, se considera la adecuada capacidad de venta y evolución del negocio, mediante la implementación de un plan estratégico adaptado a la situación económica de su mercado objetivo.

En contrapartida, la calificación incorpora la alta exposición de la cartera crediticia, a los riesgos asociados con los ciclos productivos estacionales de los clientes, lo que genera una relativa exposición de las ventas y los activos de la empresa, a los factores climáticos y las condiciones económicas del sector agroexportador, en especial respecto a la variabilidad de los precios internacionales de los commodities. Igualmente, un factor de riesgo consiste en la variabilidad del tipo de cambio, lo que podría afectar las operaciones y la posición en moneda extranjera de la empresa, debido a la naturaleza del negocio que está concentrado mayormente en Dólares Americanos.

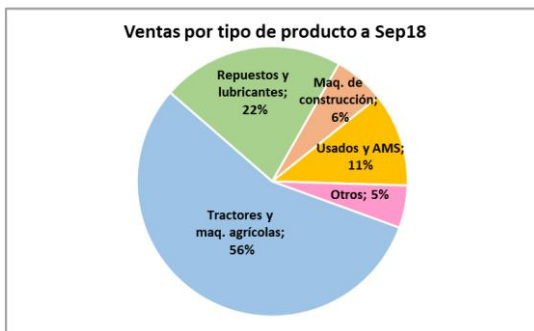
El principal factor de fortaleza de KUROSU es su Solvencia Patrimonial, la cual ha ido aumentando durante los últimos años, mediante una política conservadora de retención de utilidades, en concepto de reservas para futuras capitalizaciones, cuyo saldo al corte analizado fue de Gs. 130.000 millones en Sep19, superior a Gs. 100.000 millones en Dic18, representando 1,18 veces el capital social. El Patrimonio Neto aumentó 1,8% en el 2019 desde Gs. 296.041 millones en Dic18 a Gs. 301.370 millones en Sep19, mientras que la Deuda aumentó 24,8% desde Gs. 288.406 millones en Dic18 a Gs. 359.823 millones en Sep19. Esto generó el incremento del índice de Apalancamiento medido por el ratio de Deuda/Patrimonio, desde 0,97 en Dic18 a 1,19 en Sep19, aunque sigue siendo un nivel razonable para el volumen del negocio, inferior al promedio de la industria. Asimismo, el indicador de solvencia patrimonial, medido por el ratio de Patrimonio/Activos disminuyó desde 50,7% en Dic18 a 45,6% en Sep19.



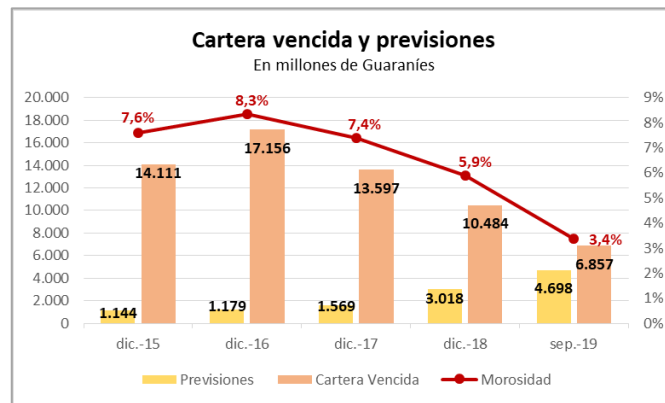
Las ventas de KUROSU han registrado una tendencia ascendente durante los últimos años, registrando altas tasas de crecimiento de 18,3% en el 2017 y de 23,1% en el 2018, generando un considerable aumento de los ingresos operativos. Las ventas se habían reducido 39,8% en el 2015 con un leve repunte de 3,5% en el 2016, debido principalmente a las condiciones desfavorables del mercado agroexportador, donde están concentrados sus clientes. Durante el 2019, esta variabilidad cíclica del sector agrícola, ha vuelto a producir bajas tasas de crecimiento de las ventas, registrando una reducción de 13,9% de las ventas en Set19, con respecto al mismo periodo del año anterior. Esta situación también contribuyó con el incremento de la cartera de créditos en el 2019, debido a las mayores solicitudes de financiamiento de sus clientes, a causa de la desmejorada situación económica del sector agroexportador.



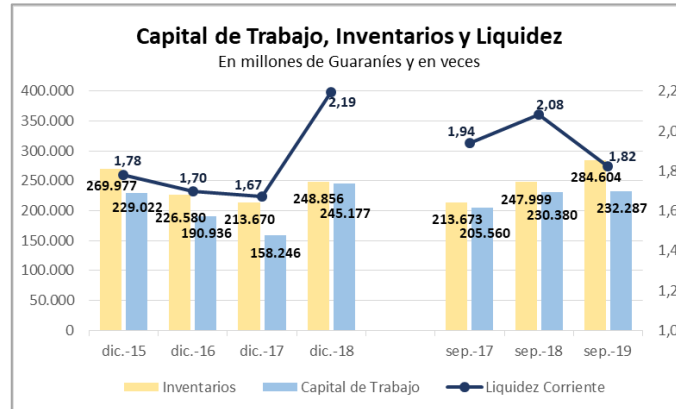
La evolución de las ventas de KUROSU, se vincula estrechamente con la variabilidad de los ciclos del sector agroexportador. Por este motivo, la empresa cuenta con un Plan Estratégico enfocado en la diversificación de las ventas, hacia otros productos y servicios dirigidos a clientes del sector de la construcción. De esta forma, durante el 2019 las ventas de maquinarias de construcción, representaron el 14% en Sep19 de las ventas totales, superior a 6% en Sep18, mientras que los tractores y maquinarias agrícolas disminuyeron desde 56% en Sep18 a 46% en Sep19. Asimismo, las ventas de repuestos y lubricantes sumados a otros servicios alcanzaron una participación de 32% en Sep19, superior a 27% en Sep18. Durante el 2019 las ventas fueron realizadas mayormente desde la Sucursal de Mariano Roque Alonso, registrando una participación de 33% en Sep19, superior a 19% en Sep18, debido a que dicha sucursal es el principal canal de venta de las maquinarias para la construcción.



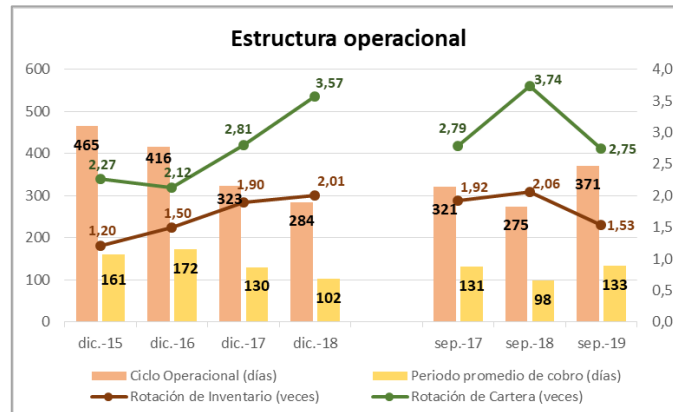
La diversificación de las ventas, junto con una mayor gestión de cobranza y recupero de la cartera vencida, la Morosidad ha ido disminuyendo durante los últimos años, desde 8,3% en Dic16 a 7,4% en Dic17 y 5,9% en Dic18, registrando una nueva reducción a 3,4% en Sep19, siendo un nivel muy inferior al promedio de la industria. En el 2018 la Cartera Vencida disminuyó 22,9% desde Gs. 13.597 millones en Dic17 a Gs. 10.484 millones en Dic18, registrando una nueva disminución de 34,6% en el 2019 a Gs. 6.857 millones en Sep19. Asimismo, la cartera judicializada ha ido disminuyendo desde Gs. 10.955 millones en Sep17 a Gs. 4.386 millones en Sep19, representando el 64% de la cartera vencida. El riesgo crediticio se ha mitigado con la constitución de Provisiones por Gs. 4.698 millones en Sep19, representando el 68,5% de la cartera vencida y el 107% de la cartera judicializada.



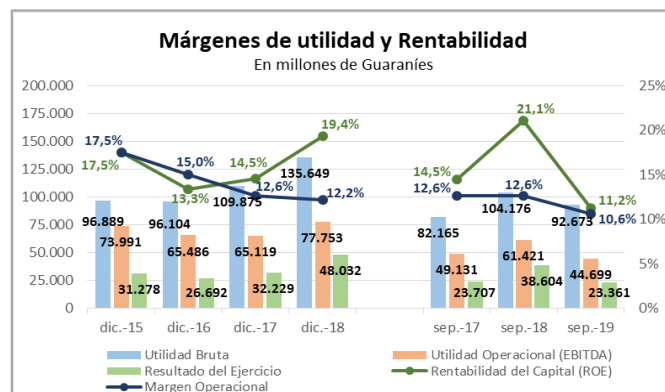
Las menores ventas durante el 2019, han derivado en el incremento de los inventarios de 14,4% desde Gs. 248.856 millones en Dic18 a Gs. 284.604 millones en Sep19, generando el aumento de 14,2% del activo corriente, aunque el Capital de Trabajo ha disminuido 5,3% desde Gs. 245.177 millones en Dic18 a Gs. 232.287 millones en Sep19. Esto último se debió al incremento de 37,3% del pasivo corriente, compuesto principalmente por deuda bancaria, representando el 64% de la deuda total de corto plazo. En consecuencia, el índice de Liquidez Corriente ha disminuido en el 2019 desde 2,19 en Dic18 a 1,82 en Sep19, así como también el índice de Capital de Trabajo ha disminuido desde 42,0% en Dic18 a 35,1% en Sep19, aunque se mantienen en niveles adecuados respecto al volumen de las operaciones y el promedio de la industria.



La estructura y la gestión operacional de KUROSU, se han mantenido con altos niveles de eficiencia durante los últimos años, aunque en el 2019 se han reducido los niveles de rotación de inventario y de cartera, así como también se han incrementado los índices de costos fijos y variables, debido principalmente a la disminución de las ventas. El ciclo operacional subió desde 275 días en Sep18 a 371 días en Sep19, debido a la disminución de la rotación del inventario desde 2,06 veces en Sep18 a 1,53 veces en Sep19, así como también debido a la reducción de la rotación de cartera desde 3,74 veces en Sep18 a 2,75 veces en Sep19. Esta disminución de la rotación de cartera, generó un aumento del periodo promedio de cobro desde 98 días en Sep18 a 133 días en Sep19. Por otro lado, el índice de Eficiencia Operacional disminuyó desde 48,6% en Dic18 a 39,3% en Sep19.



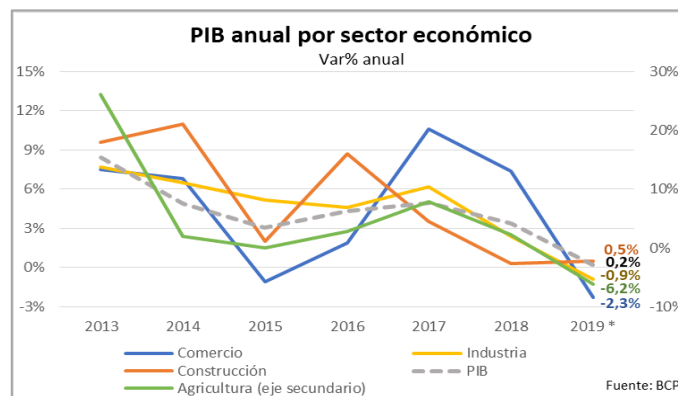
Las menores ventas durante el 2019 también generaron menores utilidades, con respecto al mismo periodo del año anterior. La Utilidad Bruta disminuyó 11,0% en el 2019 desde Gs. 104.176 millones en Set18 a Gs. 92.673 millones en Set19, lo que derivó en la reducción de 27,2% de la Utilidad Operacional (EBITDA) desde Gs. 61.421 millones en Set18 a Gs. 44.699 millones en Set19. En consecuencia, la Utilidad del Ejercicio, después de los impuestos y las reservas, disminuyó 39,5% desde Gs. 38.604 millones en Set18 a Gs. 23.361 millones en Set19, generando la disminución de la Rentabilidad del Capital (ROE) desde 21,1% en Set18 a 11,2% en Set19. El Margen Operacional también disminuyó en el 2019, desde 12,6% en Set18 a 10,6% en Set19.



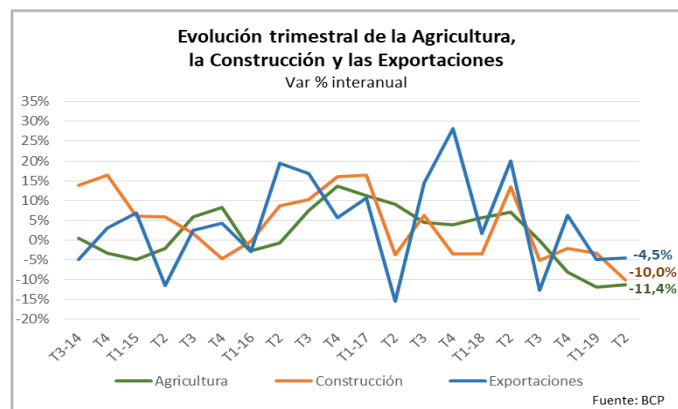
Aunque los márgenes de utilidad y la rentabilidad han disminuido en el 2019, se mantienen en niveles razonables para el tipo de negocio, comparado con el promedio de mercado, considerando que la industria en general se ha visto afectada por la situación económica del sector agroexportador. El desempeño financiero y operacional de KUROSU se ha mantenido en un rango razonable, debido a la eficiente estructura operativa y a la gestión estratégica del negocio, lo cual ha estado fortalecida por adecuados indicadores de solvencia, endeudamiento y liquidez.

## ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

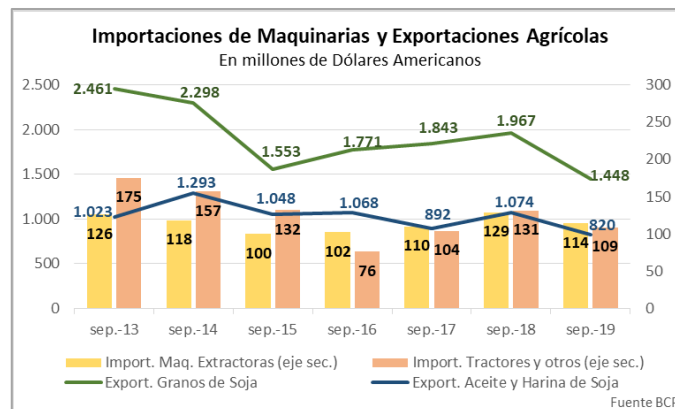
La economía del país se ha ido comportando de manera muy cíclica durante los últimos años. El periodo 2013-2015 fue un ciclo descendente con una marcada desaceleración de la economía, para luego repuntar con una tendencia positiva en los años 2016 y 2017. Sin embargo, a partir del 2018 la economía se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



En términos del evolutivo trimestral (var% interanual), a partir del segundo trimestre del 2018 se ha registrado una tendencia decreciente en las tasas interanuales, de los principales sectores de la economía del país. La agricultura y la construcción registraron la mayor contracción, con tasas de -11,4% y -10,0% respectivamente en el segundo trimestre del 2019. El sector de la industria también se resintió, registrando una tasa interanual de -5,6% en el segundo trimestre del 2019. Asimismo, la ganadería registró una reducción en su crecimiento a una tasa de -3,3% en el segundo trimestre del 2019. Las exportaciones también se resintieron por la mala situación del sector agrícola, registrando bajas tasas de crecimiento en el 2019, con un nivel de -4,5% en el segundo trimestre del 2019.



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 el periodo 2013-2016, las menores exportaciones del sector agrícola, han generado menores importaciones de maquinarias agrícolas, tractores, cosechadoras, topadoras, excavadoras y otros similares. Las importaciones de tractores y maquinarias se han recuperado con una tendencia creciente en el periodo 2016-2018, en línea con el repunte del sector agroexportador, aunque nuevamente han registrado una caída en el 2019.



En la medida que se el sector agrícola se pueda ir recuperando, se podrá generar un repunte del comercio exterior, incluyendo las importaciones de maquinarias y tractores, lo cual también podrá contribuir con la recuperación del sector de la construcción, mediante una mayor producción nacional con incremento de la demanda agregada, a través de un repunte del comercio y el consumo. Por tanto, se espera un cierre del año 2019 con una economía debilitada, aunque podría darse un inicio de repunte para el último trimestre del año. Si bien la situación del sector agrícola no ha dado aún indicios de mejoría, se podría esperar una recuperación lenta y moderada del sector Consumo y del Comercio, lo que podría generar un aumento en el volumen de las importaciones, en línea con la situación del ingreso real de la economía.

El crecimiento futuro de la economía, dependerá finalmente de la integración del sector agrícola con el industrial, para producir bienes más elaborados de exportación, y reducir el impacto de la volatilidad de los precios externos, sobre la producción y los ingresos reales de la economía. Un factor clave será el mantenimiento de una estabilidad macroeconómica, en especial la estabilidad de los precios y del tipo de cambio real, así como la eficiente coordinación de la política fiscal y monetaria, a fin de reducir las externalidades negativas.

## CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA

### PROPIEDAD y ADMINISTRACIÓN

La firma KUROSU & CIA. S.A. 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 de 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 Ishigaki 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 Set19 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 futuras capitalizaciones, a fin de acompañar el crecimiento de los activos de la firma y mantener la solvencia en niveles adecuados.

La retención de utilidades acumuladas fue de Gs. 30.000 millones en el año 2019, lo que representó un incremento de 36,4% respecto a Gs. 22.000 millones en el año 2018. La tasa de retención de utilidades ha ido aumentando desde 49,9% en el 2014 hasta 68,3% en el 2018, registrando una retención de 62,5% en Set19. Con respecto a la distribución de utilidades, en el año 2018 fueron distribuidos dividendos a los accionistas por Gs. 10.229 millones, representando el 31,7% de las utilidades, mientras que en el 2019 fueron distribuidos el 37,5%.

Política de Retención de Utilidades y Distribución de Dividendos						
Retención de utilidades	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	sep-19
Capital integrado	110.000	110.000	110.000	110.000	110.000	110.000
Retención de utilidades	17.000	25.000	18.000	18.000	22.000	30.000
Utilidades retenidas acumuladas	17.000	42.000	60.000	78.000	100.000	130.000
Resultado del Ejercicio	48.005	31.278	26.692	32.229	48.032	23.361
Distribución de dividendos	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	sep-19
Utilidad año anterior	34.099	48.005	31.278	26.692	32.229	48.032
Pago de Dividendos	13.202	19.973	9.996	8.692	10.229	18.032
<b>% Distribución de Dividendos</b>	<b>38,7%</b>	<b>41,6%</b>	<b>32,0%</b>	<b>32,6%</b>	<b>31,7%</b>	<b>37,5%</b>
<b>% Retención de Utilidades</b>	<b>49,9%</b>	<b>52,1%</b>	<b>57,5%</b>	<b>67,4%</b>	<b>68,3%</b>	<b>62,5%</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 tres Suplentes, 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 empresa cuenta con un total de 339 funcionarios, de los cuales 120 se encuentran en la casa central en Encarnación, y los demás se encuentran distribuidos en las distintas sucursales en todo el país.

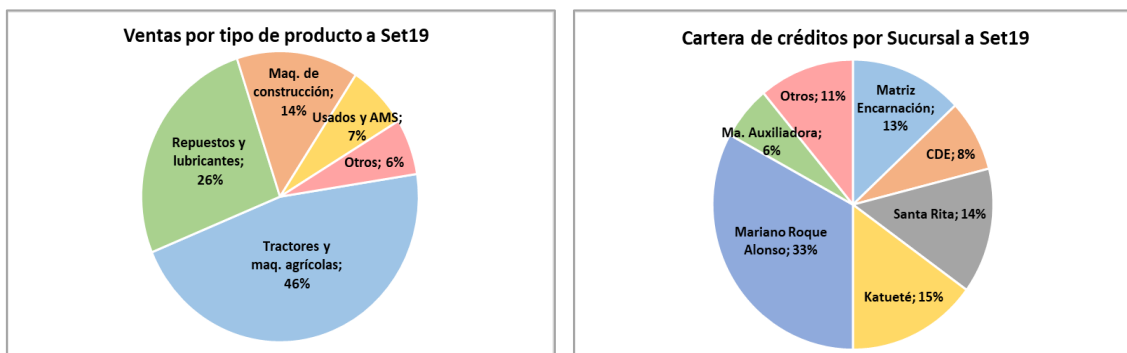
La organización funcional responde a las necesidades operativas y financieras de la empresa, la cual se desarrolla mediante la implementación de adecuadas políticas y procedimientos, así como de buenas prácticas de gobierno corporativo. Adicionalmente, la empresa cuenta con estructuras de control interno 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 en 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 46% de las ventas en Set19; 2) Repuestos, lubricantes, mantenimientos y asistencia técnica, ocupando el 32% de las ventas y 3) Maquinarias para la Construcción, ocupando el 14% de las ventas. 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 7%.

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).



El segmento de tractores y maquinarias agrícolas, se caracteriza por una fuerte competencia entre marcas y firmas representantes. 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. 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”, galardón otorgado a los representantes de la marca. En el 2018 y 2019 se implementó un Plan Estratégico enfocado hacia un negocio rentable y sustentable, basado en Market Share y liderazgo, mediante la calidad en el servicio de Postventa, direccionado hacia el sistema de Agricultura de Precisión.

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. El 2018 estuvo marcado por una menor licitación del Estado para obras viales y de construcción, debido al cambio de Gobierno, lo que de hecho suele producir un freno en el llamado a nuevas licitaciones, afectando la venta de equipos y maquinarias para la construcción, lo cual aumentó en el 2019 aunque en menor volumen que en años anteriores.

Las operaciones de KUROSU se realizan mayormente en Dólares Americanos. Al corte analizado, 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 utilidad operacional, 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, a fin 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.

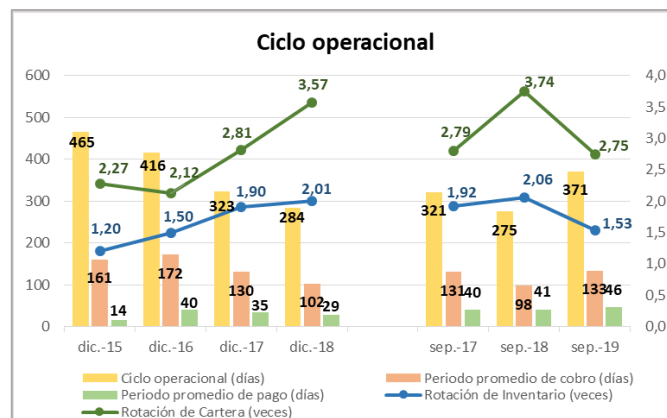
Con respecto al ambiente tecnológico, la empresa cuenta con la infraestructura y los sistemas adecuados para el procesamiento de sus operaciones. Además se cuenta con el sistema Clover CRM, que es una herramienta utilizada para apoyar las estrategias de negocios, segmentación de clientes y el seguimiento del servicio post-venta. Asimismo, se cuenta con planes de contingencia, para asegurar la continuidad del negocio, mediante backups programados de los sistemas y bases de datos, así como un servidor alternativo. En cuanto a la conectividad, todas las sucursales están conectadas mediante red privada de fibra óptica (VPN), y en caso de contingencia se cuenta con una conexión alternativa Wimax. La seguridad lógica se compone de firewalls, VPN DHCP, conexión Wifi con encriptación WPA2-PSK y antivirus corporativo para terminales y servidores. En cuanto a la seguridad física, el Data Center posee control por CCTV, UPS 10.000 KVA, climatización con soporte de energía alternativa y sensores de temperatura.

La gestión de control interno se basa en la figura de los Controllers, por sugerencia del proveedor principal John Deere, la que a su vez realiza revisiones periódicas dentro de su programa de evaluación de excelencia de sus Dealers. Se cuenta actualmente con cuatro Controllers distribuido por región. Los Controllers son Licenciados en Contabilidad y Administración, quienes tienen a su cargo el seguimiento y control de la correcta aplicación de las políticas y los procesos de la empresa. Sus funciones incluyen verificaciones in situ en las sucursales, control de inventarios, arqueos de caja y visitas a clientes. Igualmente, en la casa central se cuenta con un equipo de profesionales que realizan tareas de control operacional, antes que las operaciones sean registradas contablemente.

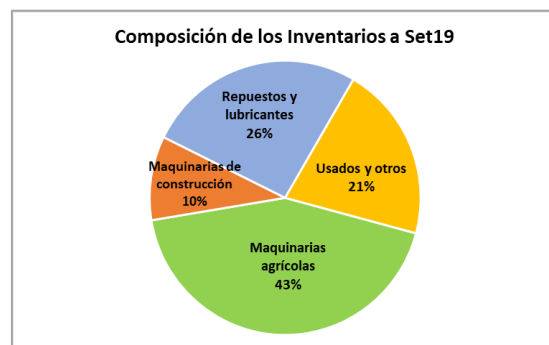
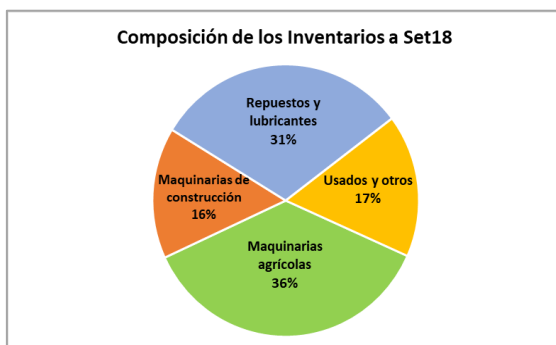
## ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA

### GESTIÓN y ESTRUCTURA OPERACIONAL

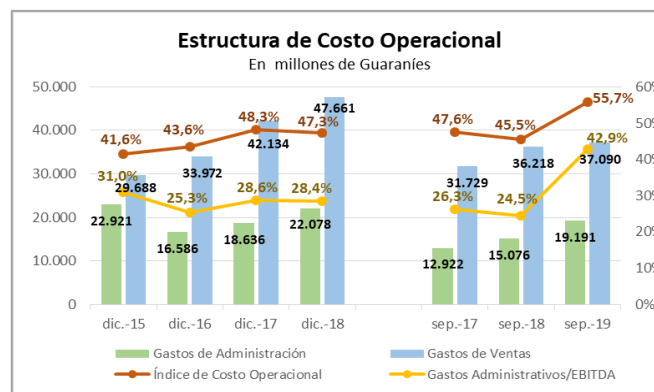
El ciclo operacional de KUROSU ha ido disminuyendo con el crecimiento del negocio, desde 465 días en Dic15 a 284 días en Dic18, debido al aumento de la rotación de inventario desde 1,20 en Dic15 a 2,01 en Dic18 y al incremento de la rotación de cartera desde 2,27 en Dic15 a 3,57 en Dic18. En el año 2019 al corte analizado, la rotación de inventario bajó a 1,53 en Set19 así como también la rotación de cartera disminuyó a 2,75 en Set19, derivando en el incremento del ciclo operacional a 371 días en Set19. Esta situación se debió a las menores ventas durante el año 2019, lo que generó el aumento de los inventarios.



En el año 2019 al corte analizado, los inventarios aumentaron 14,4% desde Gs. 248.856 millones en Dic18 a Gs. 284.604 millones en Set19. Durante el presente ejercicio, las ventas estuvieron impulsadas por una diversificación del negocio, con énfasis en los servicios, repuestos y lubricantes, así como también en las ventas de maquinarias de construcción, lo que generó una disminución del stock de dichas maquinarias, mientras que las menores ventas de maquinarias agrícolas produjeron una acumulación de estos inventarios.

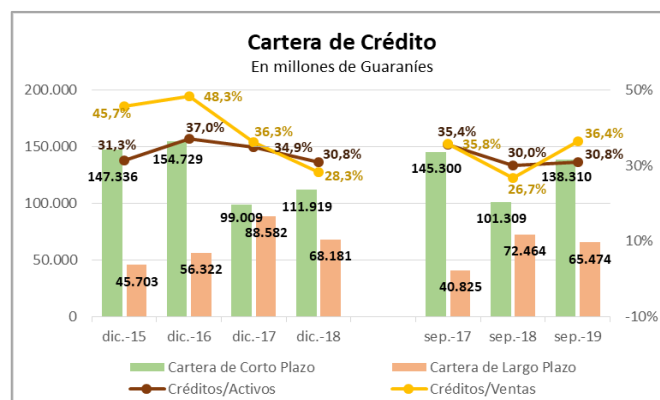


En cuanto a la estructura de costo operacional, la disminución de las ventas y de la rotación de inventarios, han generado el incremento de los indicadores de costos fijos y variables, con una reducción del índice de Eficiencia Operacional desde 57,3% en Dic18 a 48,2% en Set19. El índice de Costo Operacional subió desde 47,3% en Dic18 a 55,7% en Set19, así como también el ratio de Gastos Administrativos/EBITDA aumentó desde 28,4% en Dic18 a 42,9% en Set19. En términos comparativos con el mismo periodo del año anterior, el Gasto Operacional incluyendo los gastos de ventas y los gastos administrativos, aumentó 9,72% desde Gs. 51.294 millones en Set18 a Gs. 56.281 millones en Set19, lo que sumado a la disminución de los ingresos operativos, generó el incremento de la estructura de costos durante el año 2019.

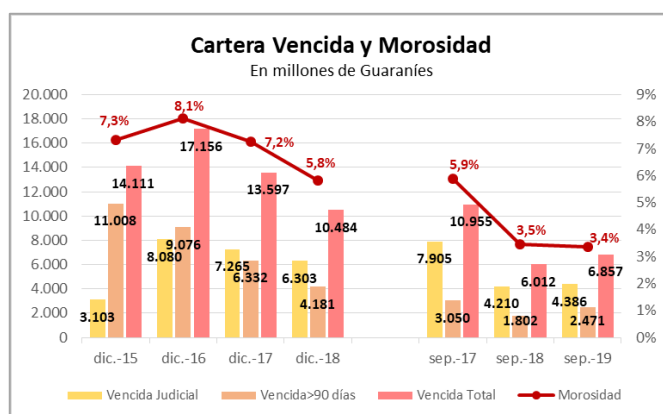


## CARTERA DE CRÉDITO Y MOROSIDAD

La cartera de crédito de KUROSU se ha incrementado 13,2% en el 2019 desde Gs. 180.100 millones en Dic18 a Gs. 203.784 millones en Set19, lo que estuvo explicado mayormente por la disminución de las ventas, a causa de las malas condiciones de la situación económica del sector agrícola, lo que generó un mayor pedido de financiamiento por parte de los clientes. La cartera de corto plazo registró un incremento de 23,58% desde Gs. 111.919 millones en Dic18 a Gs. 138.310 millones en Set19, representando el 67,9% de la cartera crediticia total. El ratio de Créditos/Ventas aumentó en el 2019 desde 26,7% en Set18 a 36,4% en Set19, reflejando una mayor dependencia de las ventas a crédito.

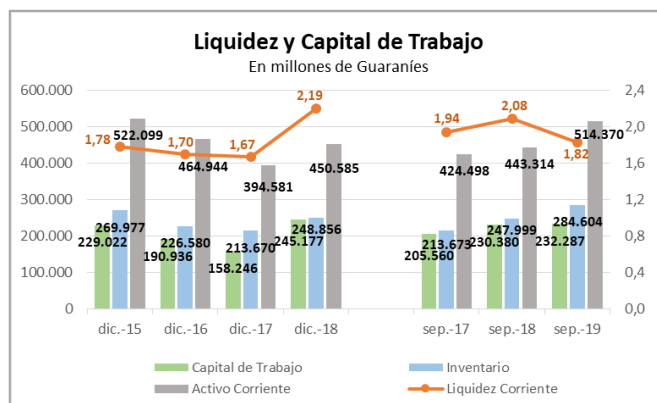


La Morosidad ha ido disminuyendo en los últimos años, debido principalmente a una eficiente gestión de cobranzas, así como también debido a la diversificación de la cartera crediticia. La cartera vencida >90 días disminuyó 34,6% en el 2019 desde Gs. 10.484 millones en Dic18 a Gs. 6.857 millones en Set19, lo que hizo que el índice de morosidad baje desde 5,8% en Dic18 a 3,4% en Set19. La cartera vencida en gestión judicial se redujo 30,4% desde Gs. 6.303 millones en Dic18 a Gs. 4.386 millones en Set19. Con respecto a la cobertura de provisiones, este indicador aumentó desde 28,8% en Dic18 a 68,5% en Set19 con respecto a la cartera vencida, representando 107,1% en relación con la cartera judicial, lo que refleja un nivel adecuado de cobertura de la cartera más deteriorada.

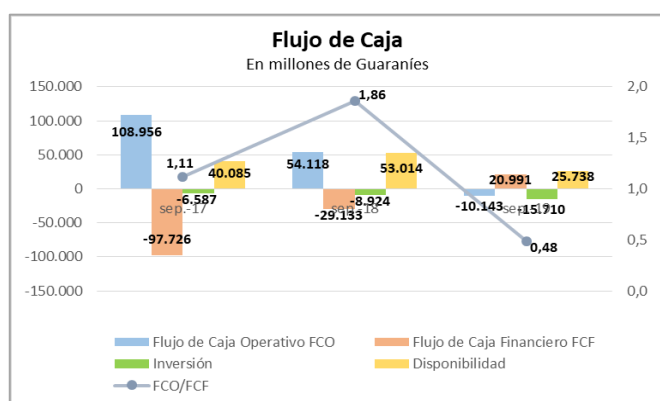


## LIQUIDEZ y CAPITAL DE TRABAJO

Los indicadores de liquidez de KUROSU se ha mantenido en niveles adecuados durante los últimos años, aunque en el 2019 se ha registrado una reducción del índice de Liquidez Corriente desde 2,19 en Dic18 a 1,82 en Set19, debido principalmente a la disminución de 5,3% del Capital de Trabajo desde Gs. 245.177 millones en Dic18 a Gs. 232.287 millones en Set19. Asimismo, el ratio de Prueba Ácida, el cual excluye el efecto de los inventarios, disminuyó desde a 0,98 en Dic18 a 0,81 en Set19. Estos indicadores de liquidez son adecuados para la estructura financiera de la empresa, y el volumen de las operaciones.

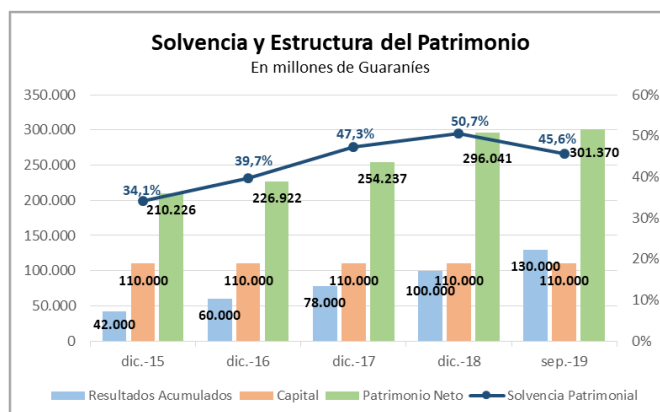


Con respecto al flujo de caja, durante el 2019 al corte analizado, se ha registrado un flujo de caja operativo (FCO) negativo de -10.143 millones en Set19, lo que generó la reducción del ratio FCO/FCF desde 1,86 en Set18 a 0,48 en Set19, reflejando una mayor dependencia del flujo financiero, para cubrir las inversiones y las obligaciones más inmediatas. En consecuencia, las Disponibilidades disminuyeron 33,8% en el 2019, desde Gs. 38.891 millones en Dic18 a Gs. 25.738 millones en Set19, en línea con flujos de caja más ajustados. Esta situación se debió principalmente a la disminución de los ingresos operativos a causa de las menores ventas.

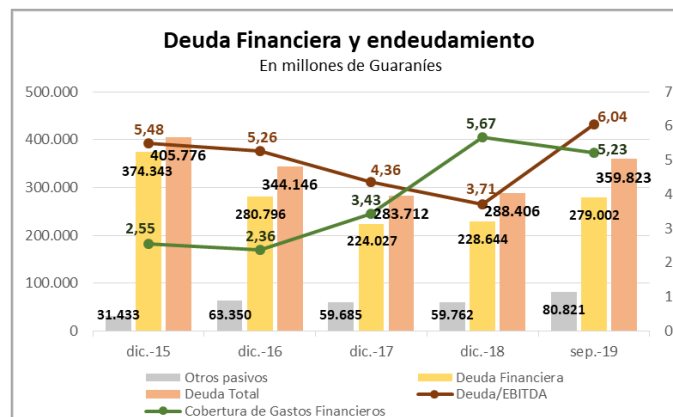


## SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

En los últimos años, el indicador de Solvencia Patrimonial ha registrado una tendencia creciente, subiendo desde 34,1% en Dic15 hasta 50,7% en Dic18, debido al constante aumento del Patrimonio Neto mediante la acumulación de utilidades retenidas. Sin embargo, en el 2019 este indicador disminuyó a 45,6% en Set19, a pesar que los resultados acumulados aumentaron 30% desde Gs. 100.000 millones en Dic18 a Gs. 130.000 millones en Set19, debido a que el Patrimonio Neto ha aumentado levemente 1,8% desde Gs. 296.041 millones en Dic18 a Gs. 301.370 millones en Set19. Este nivel de solvencia patrimonial es adecuado para el volumen del negocio, en línea con el promedio de la industria.

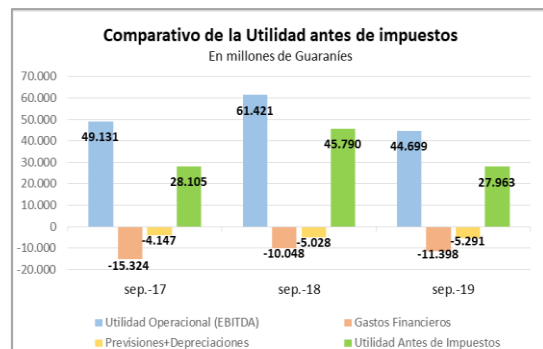
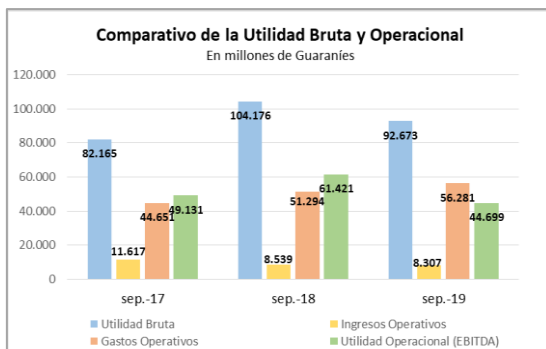


El Endeudamiento de KUROSU ha registrado una tendencia decreciente durante los últimos años, registrando una disminución del índice de Apalancamiento medido por el ratio de Deuda/Patrimonio, desde 1,93 en Dic15 a 0,97 en Dic18. Sin embargo, en el 2019 este indicador ha aumentado a 1,19 en Set19, debido principalmente al incremento de 24,8% de la Deuda Total desde Gs. 288.406 millones en Dic18 a Gs. 359.823 millones en Set19, aunque siendo un nivel adecuado para el tipo de industria. Asimismo, el ratio de Deuda/EBITDA ha aumentado desde 3,71 en Dic18 a 6,04 en Set19, reflejando un mayor endeudamiento con respecto a la generación de utilidad operacional. El ratio de Cobertura de Gastos Financieros se ha mantenido en un nivel adecuado de 5,23 en Set19.

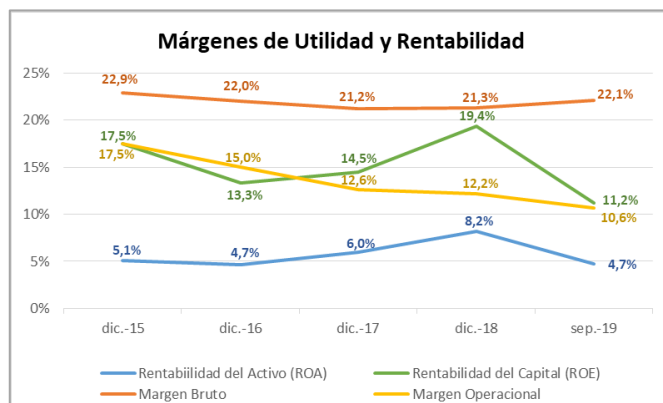


## MÁRGENES DE UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Con respecto al desempeño financiero y la generación de utilidad, comparando los resultados del 2019 con el mismo periodo del año anterior, la Utilidad Bruta ha disminuido 11,0% desde Gs. 104.176 millones en Set18 a Gs. 92.673 millones en Set19, lo que derivó en la disminución de 27,2% de la Utilidad Operacional (EBITDA) desde Gs. 61.421 millones en Set18 a Gs. 44.699 millones en Set19. Esta disminución del Margen Operacional, sumado al aumento de la estructura de costos, junto con el incremento de los gastos financieros, generó la disminución de 38,9% de la Utilidad Antes de Impuestos desde Gs. 45.790 millones en Set18 a Gs. 27.963 millones en Set19. La utilidad final del ejercicio, una vez deducidos los impuestos y las reservas, disminuyó 39,5% desde Gs. 38.604 millones en Set18 a Gs. 23.361 millones en Set19.



Los indicadores rentabilidad han disminuido en el 2019, debido a la reducción de la utilidad bruta y operacional. La rentabilidad de los activos (ROA) disminuyó desde 8,2% en Dic18 a 4,7% en Set19, así como la rentabilidad del capital (ROE) se redujo desde 19,4% en Dic18 a 11,2% en Set19. El Margen Operacional disminuyó desde 12,2% en Dic18 a 10,6% en Set19. Sin embargo, estos indicadores siguen siendo adecuados para el tipo de industria y el volumen del negocio.



## RESUMEN DE CARTERA Y RATIOS FINANCIEROS

KUROSU & CIA S.A.										
CARTERA	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%	sep-17	sep-18	sep-19	Var%
Cartera de Créditos (en millones Gs.)	301.104	253.791	255.031	184.197	178.273	-3,2%	186.125	173.773	203.784	17,3%
Previsiones (en millones Gs.)	2.019	1.144	1.179	1.569	-3.018	-292,4%	-1.888	-3.427	-4.698	37,1%
Cartera vencida >90 días (en millones Gs.)	7.661	14.111	17.156	13.597	10.484	-22,9%	10.955	5.012	6.857	36,8%
Morosidad	6,1%	7,6%	8,3%	7,4%	5,9%	-20,3%	5,9%	2,9%	3,4%	16,7%
Cobertura de provisiones	26,4%	8,1%	6,9%	11,5%	28,8%	149,5%	17,2%	68,4%	68,5%	0,2%
<b>LIQUIDEZ</b>										
Liquidez Corriente	1,91	1,78	1,70	1,67	2,19	31,4%	1,94	2,08	1,82	-12,4%
Prueba Ácida	1,20	0,86	0,87	0,76	0,98	28,5%	0,96	0,92	0,81	-11,2%
Ratio de Efectividad	11,7%	14,3%	14,2%	17,4%	18,9%	8,6%	18,3%	24,9%	9,1%	-63,4%
Capital de Trabajo (en millones Gs.)	238.622	229.022	190.936	158.246	245.177	54,9%	205.560	230.380	232.287	0,8%
Índice de Capital de Trabajo	42,0%	37,2%	33,4%	29,4%	42,0%	42,6%	39,1%	39,7%	35,1%	-11,6%
<b>GESTIÓN</b>										
Rotación de Inventario	3,02	1,20	1,50	1,90	2,01	5,8%	1,92	2,06	1,53	-25,7%
Rotación de Cartera	5,57	2,27	2,12	2,81	3,57	27,2%	2,79	3,74	2,75	-26,6%
Ciclo Operacional (en días)	187	465	416	323	284	-11,9%	321	275	371	35,1%
Periodo promedio de cobro (en días)	66	161	172	130	102	-21,4%	131	98	133	36,2%
Periodo promedio de pago (en días)	8	14	40	35	29	-18,1%	40	41	46	11,5%
Apalancamiento Operativo	1,71	1,41	1,61	1,85	1,91	3,4%	1,83	1,85	2,35	27,3%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>										
Recursos propios (Solvencia)	35,0%	34,1%	39,7%	47,3%	50,7%	7,2%	46,1%	48,7%	45,6%	-6,5%
Endeudamiento	65,0%	65,9%	60,3%	52,7%	49,3%	-6,4%	53,9%	51,3%	54,4%	6,2%
Apalancamiento	1,86	1,93	1,52	1,12	0,97	-12,7%	1,17	1,05	1,19	13,5%
Deuda/Ventas	0,53	0,96	0,79	0,55	0,45	-17,4%	0,54	0,46	0,64	40,6%
Deuda/EBITDA	4,31	5,48	5,26	4,36	3,71	-14,9%	4,32	3,63	6,04	66,4%
Apalancamiento Financiero	4,07	5,29	4,70	3,29	2,46	-25,1%	3,47	2,53	3,09	22,4%
Cobertura de Gastos Financieros	3,39	2,55	2,36	3,43	5,67	65,5%	4,27	8,15	5,23	-35,8%
Cobertura de las Obligaciones	32,9%	25,2%	23,9%	27,6%	37,9%	37,4%	29,9%	38,5%	21,1%	-45,1%
<b>RENTABILIDAD y EFICIENCIA</b>										
Rentabilidad del Activo (ROA)	8,4%	5,1%	4,7%	6,0%	8,2%	37,2%	6,0%	8,9%	4,7%	-46,9%
Rentabilidad del Capital (ROE)	31,8%	17,5%	13,3%	14,5%	19,4%	33,4%	14,5%	21,1%	11,2%	-46,9%
Margen Bruto	19,9%	22,9%	22,0%	21,2%	21,3%	0,3%	21,1%	21,4%	22,1%	3,3%
Margen Operacional	12,2%	17,5%	15,0%	12,6%	12,2%	-3,0%	12,6%	12,6%	10,6%	-15,5%
Margen Neto	7,2%	7,8%	6,4%	6,6%	7,9%	21,0%	6,4%	8,3%	5,9%	-29,7%
Índice de Ventas	123,3%	68,5%	76,5%	96,1%	108,9%	13,3%	99,0%	112,1%	84,6%	-24,5%
Índice de Costo Operacional	44,4%	41,6%	43,6%	48,3%	47,3%	-2,0%	47,6%	45,5%	55,7%	22,5%
Gastos Administrativos/EBITDA	32,5%	31,0%	25,3%	28,6%	28,4%	-0,8%	26,3%	24,5%	42,9%	74,9%
Eficiencia Operativa	61,6%	76,4%	68,1%	59,3%	57,3%	-3,3%	59,8%	59,0%	48,2%	-18,2%

## CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADO

KUROSU & CIA S.A.										
En millones de Guaraníes										
BALANCE	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%	sep-17	sep-18	sep-19	Var%
Disponibilidades	30.624	41.878	38.990	41.193	38.891	-5,6%	40.085	53.014	25.738	-51,5%
Créditos con clientes	108.231	147.336	154.729	99.009	111.909	13,0%	145.300	101.309	138.310	36,5%
Previsión por créditos incobrables	-2.019	-1.144	-1.179	-1.569	-3.018	92,4%	-1.888	-3.427	-4.698	37,1%
Anticipos a Proveedores	148.037	27.320	12.848	25.310	25.700	1,5%	7.507	13.469	35.980	167,1%
Otros créditos	24.298	33.352	31.131	16.168	26.656	64,9%	18.290	28.595	31.861	11,4%
Inventarios	185.145	269.977	226.580	213.670	248.856	16,5%	213.673	247.999	284.604	14,8%
Otros activos	5.200	3.380	1.845	800	1.591	98,9%	1.531	2.355	2.576	9,4%
<b>Activo Corriente</b>	<b>499.516</b>	<b>522.099</b>	<b>464.944</b>	<b>394.581</b>	<b>450.585</b>	<b>14,2%</b>	<b>424.498</b>	<b>443.314</b>	<b>514.370</b>	<b>16,0%</b>
Créditos con clientes	20.538	45.703	56.322	88.582	68.181	-23,0%	40.825	72.464	65.474	-9,6%
Propiedad, Planta y Equipo	46.564	47.468	49.579	54.249	64.526	18,9%	55.738	62.924	77.088	22,5%
Otros activos	1.961	732	223	537	1.155	115,1%	4.010	1.128	4.261	277,7%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>69.063</b>	<b>93.903</b>	<b>106.124</b>	<b>143.368</b>	<b>133.862</b>	<b>-6,6%</b>	<b>100.573</b>	<b>136.516</b>	<b>146.823</b>	<b>7,6%</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>568.579</b>	<b>616.002</b>	<b>571.068</b>	<b>537.949</b>	<b>584.447</b>	<b>8,6%</b>	<b>525.072</b>	<b>579.829</b>	<b>661.193</b>	<b>14,0%</b>
Deuda Comercial	11.784	12.922	37.553	38.930	39.244	0,8%	44.576	57.684	54.862	-4,9%
Deuda Bancaria	229.550	263.101	192.546	150.967	125.528	-16,9%	110.438	111.896	180.895	61,7%
Deuda Bursátil	926	1.234	22.050	28.417	21.281	-25,1%	34.870	18.991	22.875	20,5%
Anticipo de Clientes	3.483	3.948	3.507	2.884	4.451	54,3%	7.145	5.170	2.295	-55,6%
Utilidades Diferidas	6.739	9.870	12.519	11.097	5.190	-53,2%	11.221	5.341	9.390	75,8%
Otros pasivos	8.412	2.002	5.833	4.040	9.714	140,4%	10.688	13.852	11.766	-15,1%
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>260.894</b>	<b>293.077</b>	<b>274.008</b>	<b>236.335</b>	<b>205.408</b>	<b>-13,1%</b>	<b>218.938</b>	<b>212.934</b>	<b>282.083</b>	<b>32,5%</b>
Deuda Bancaria	45.649	22.682	0	7.239	13.108	81,1%	7.316	12.977	3.537	-72,7%
Deuda Bursátil	60.494	87.326	66.200	37.404	68.727	83,7%	53.960	71.307	71.695	0,5%
Otros pasivos	2.621	2.691	3.938	2.734	1.163	-57,5%	2.921	0	2.508	---
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>108.764</b>	<b>112.699</b>	<b>70.138</b>	<b>47.377</b>	<b>82.998</b>	<b>75,2%</b>	<b>64.197</b>	<b>84.284</b>	<b>77.740</b>	<b>-7,8%</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>369.658</b>	<b>405.776</b>	<b>344.146</b>	<b>283.712</b>	<b>288.406</b>	<b>1,7%</b>	<b>283.135</b>	<b>297.218</b>	<b>359.823</b>	<b>21,1%</b>
Capital	110.000	110.000	110.000	110.000	110.000	0,0%	110.000	110.000	110.000	0,0%
Reservas	23.916	26.948	30.230	34.008	38.009	11,8%	30.230	34.008	38.009	11,8%
Resultados Acumulados	17.000	42.000	60.000	78.000	100.000	28,2%	78.000	100.000	130.000	30,0%
Utilidad del Ejercicio	48.005	31.278	26.692	32.229	48.032	49,0%	23.707	38.604	23.361	-39,5%
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>198.921</b>	<b>210.226</b>	<b>226.922</b>	<b>254.237</b>	<b>296.041</b>	<b>16,4%</b>	<b>241.937</b>	<b>282.612</b>	<b>301.370</b>	<b>6,6%</b>
RESULTADO	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%	sep-17	sep-18	sep-19	Var%
Ventas Netas	701.290	422.259	436.979	517.123	636.730	23,1%	389.871	487.554	419.767	-13,9%
Costo de Mercaderías	-561.797	-325.370	-340.875	-407.248	-501.081	23,0%	-307.706	-383.378	-327.094	-14,7%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>139.493</b>	<b>96.889</b>	<b>96.104</b>	<b>109.875</b>	<b>135.649</b>	<b>23,5%</b>	<b>82.165</b>	<b>104.176</b>	<b>92.673</b>	<b>-11,0%</b>
Otros Ingresos Operativos	14.959	29.711	19.940	16.014	11.843	-26,0%	11.617	8.539	8.307	-2,7%
Gastos de Ventas	-40.649	-29.688	-33.972	-42.134	-47.661	13,1%	-31.729	-36.218	-37.090	2,4%
Gastos de Administración	-27.942	-22.921	-16.586	-18.636	-22.078	18,5%	-12.922	-15.076	-19.191	27,3%
<b>Utilidad Operacional (EBITDA)</b>	<b>70.902</b>	<b>44.280</b>	<b>45.546</b>	<b>49.105</b>	<b>77.753</b>	<b>58,3%</b>	<b>49.131</b>	<b>61.421</b>	<b>44.699</b>	<b>-27,2%</b>
Previsiones	-849	-1.145	-1.179	-1.569	-3.156	101,1%	-900	-2.253	-2.250	-0,1%
Depreciación	-3.565	-4.275	-4.538	-4.012	-3.542	-11,7%	-3.247	-2.775	-3.041	9,6%
<b>Utilidad Operacional Neta (UAI)</b>	<b>81.447</b>	<b>68.571</b>	<b>59.769</b>	<b>59.538</b>	<b>71.055</b>	<b>19,3%</b>	<b>44.984</b>	<b>56.393</b>	<b>39.408</b>	<b>-30,1%</b>
Gastos Financieros	-25.342	-28.972	-27.717	-19.002	-13.708	-27,9%	-15.324	-10.048	-11.398	13,4%
<b>Utilidad Ordinaria</b>	<b>56.105</b>	<b>39.599</b>	<b>32.052</b>	<b>40.536</b>	<b>57.347</b>	<b>41,5%</b>	<b>29.660</b>	<b>46.345</b>	<b>28.010</b>	<b>-39,6%</b>
Ajustes de cambio	1.137	-1.647	-27	-2.228	-401	-82,0%	-1.555	-555	-47	-91,5%
<b>Utilidad Antes de Impuestos (UAI)</b>	<b>57.242</b>	<b>37.952</b>	<b>32.025</b>	<b>38.308</b>	<b>56.946</b>	<b>48,7%</b>	<b>28.105</b>	<b>45.790</b>	<b>27.963</b>	<b>-38,9%</b>
Impuesto a la Renta	-6.711	-5.028	-3.928	-4.383	-6.386	45,7%	-3.150	-5.154	-3.372	-34,6%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>50.531</b>	<b>32.924</b>	<b>28.097</b>	<b>33.925</b>	<b>50.560</b>	<b>49,0%</b>	<b>24.955</b>	<b>40.636</b>	<b>24.591</b>	<b>-39,5%</b>
Reserva Legal	-2.526	-1.646	-1.405	-1.696	-2.528	49,1%	-1.248	-2.032	-1.230	-39,5%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>48.005</b>	<b>31.278</b>	<b>26.692</b>	<b>32.229</b>	<b>48.032</b>	<b>49,0%</b>	<b>23.707</b>	<b>38.604</b>	<b>23.361</b>	<b>-39,5%</b>

**FLUJO DE CAJA PROYECTADO Set19-2024**  
En Dólares Americanos

FLUJO DE CAJA PROYECTADO En Dólares Americanos	sep-19	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas a realizar al contado	12.000.000	48.500.000	56.000.000	66.000.000	66.000.000	66.000.000
Cobranzas	14.000.000	72.000.000	74.000.000	71.000.000	72.000.000	72.000.000
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>26.000.000</b>	<b>120.500.000</b>	<b>130.000.000</b>	<b>137.000.000</b>	<b>138.000.000</b>	<b>138.000.000</b>
Proveedores	17.006.470	30.457.927	---	---	---	---
Vencimientos de nuevas compras	1.500.000	66.200.000	90.000.000	92.400.000	94.100.000	96.400.000
Nacionalización de Mercaderías	5.048.217	11.127.545	11.778.000	12.168.000	12.233.000	12.532.000
Acreedores Varios	1.029.526	745.356	167.492	94.304	70.216	41.360
Gastos fijos, variables mensuales	3.600.000	17.400.000	17.400.000	17.880.000	18.500.000	18.900.000
Impuestos a Pagar: IVA/Renta	320.000	2.400.000	3.925.000	4.850.000	4.850.000	5.000.000
<b>Egresos Operativos</b>	<b>28.504.213</b>	<b>128.330.828</b>	<b>123.270.492</b>	<b>127.392.304</b>	<b>129.753.216</b>	<b>132.873.360</b>
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>-2.504.213</b>	<b>-7.830.828</b>	<b>6.729.508</b>	<b>9.607.696</b>	<b>8.246.784</b>	<b>5.126.640</b>
Líneas de Crédito a Utilizar	14.565.000	78.500.000	81.500.000	80.000.000	80.000.000	85.000.000
Ventas de cartera	---	2.000.000	3.000.000	3.000.000	---	---
Bonos nuevas emisiones	4.566.171	4.500.000	---	10.500.000	5.000.000	4.000.000
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>19.131.171</b>	<b>85.000.000</b>	<b>84.500.000</b>	<b>93.500.000</b>	<b>85.000.000</b>	<b>89.000.000</b>
Nuevas Obligaciones Bancarias	---	54.231.666	83.666.666	83.166.666	78.500.000	85.000.000
Obligaciones Bancarias + Intereses e Impuestos	3.254.424	25.630.280	475.735	88.978	---	---
Bonos Capital e Intereses	3.644.682	4.516.002	1.331.235	9.352.460	5.376.097	4.768.653
Inversiones	1.050.000	2.050.000	1.800.000	1.800.000	2.000.000	1.500.000
Dividendos a pagar	---	3.000.000	3.000.000	3.200.000	3.350.000	3.550.000
<b>Egresos Financieros</b>	<b>7.949.106</b>	<b>89.427.948</b>	<b>90.273.636</b>	<b>97.608.104</b>	<b>89.226.097</b>	<b>94.818.653</b>
<b>FLUJO FINANCIERO</b>	<b>11.182.065</b>	<b>-4.427.948</b>	<b>-5.773.636</b>	<b>-4.108.104</b>	<b>-4.226.097</b>	<b>-5.818.653</b>
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>8.677.852</b>	<b>-12.258.776</b>	<b>955.872</b>	<b>5.499.592</b>	<b>4.020.687</b>	<b>-692.013</b>
<b>Saldo Inicial</b>	<b>4.036.645</b>	<b>12.714.497</b>	<b>455.721</b>	<b>1.411.593</b>	<b>6.911.185</b>	<b>10.931.872</b>
<b>FLUJO FINAL</b>	<b>12.714.497</b>	<b>455.721</b>	<b>1.411.593</b>	<b>6.911.185</b>	<b>10.931.872</b>	<b>10.239.859</b>

KUROSU proyecta un flujo de caja conservador para los próximos 5 años, basado en un flujo de caja operativo a partir del año 2021, como principal fuente de financiamiento de capital operativo y cobertura de las obligaciones. Se proyecta una generación moderada de ingresos operativos, como resultado de un crecimiento gradual de las ventas, en el contexto de una lenta 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. Igualmente se proyecta continuar con la utilización de líneas de crédito bancarias, para sostener el capital operativo de la empresa, así como también se tiene previsto realizar nuevas emisiones de bonos, a fin de mantener un adecuado equilibrio de la estructura financiera. Se espera un flujo financiero con tendencia negativa durante todo el periodo proyectado, debido principalmente a las amortizaciones de la deuda financiera.

## CARACTERÍSTICAS y EVALUACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS

<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G4</b>	
Autorización de la CNV	Certificado de Registro N° 32 de fecha 12/Dic/19
Aprobación	Acta N° 703/19 de fecha 11/Nov/19
Denominación	G4
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	A ser definido en cada serie
Rescate anticipado	No se prevé rescate anticipado
Destino de los fondos	40% y 60% para sustitución de deuda de corto plazo y 40% y 60% para capital operativo
Agente intermediario	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

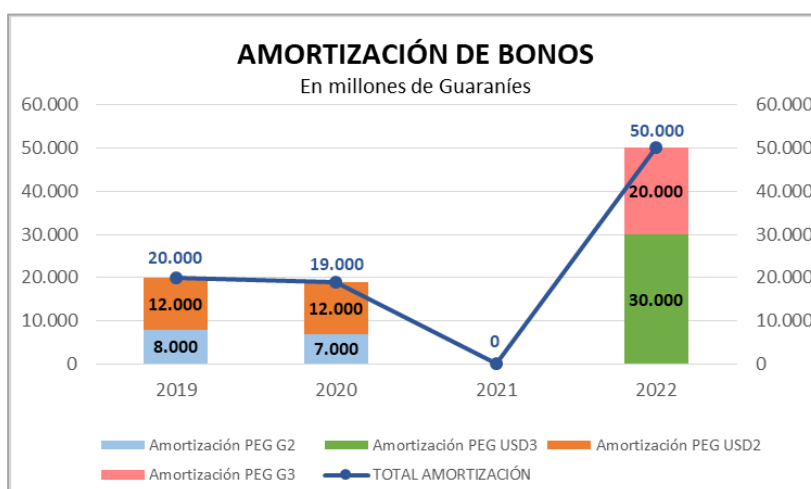
<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) USD4</b>	
Autorización de la CNV	Certificado de Registro N° 33 de fecha 12/Dic/19
Aprobación	Acta N° 703/19 de fecha 11/Nov/19
Denominación	USD4
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	USD 6.000.000.- (Dólares Americanos Seis Millones)
Cortes mínimos	USD. 1.000.- (Dólares Americanos 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	40% y 60% para sustitución de deuda de corto plazo y 40% y 60% para capital operativo
Agente intermediario	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

Estos Programas de Emisión junto con todas las emisiones y deudas vigentes, fueron considerados para evaluar la capacidad de pago y la solvencia de KUROSU & CIA S.A., 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. Estas proyecciones han arrojado como resultado, un adecuado margen de endeudamiento de la empresa, para seguir apalancando el negocio con deuda financiera.

## ANTECEDENTES DE OTRAS EMISIONES

Al cierre del ejercicio 2018, KUROSU & CIA S.A. registra saldos vigentes en el mercado de valores, por un capital de Gs. 35.000 millones en sus Programas PEG G2 y G3, y de US\$ 9.000.000 en sus Programas PEG USD2 y USD3, totalizando un equivalente de Gs. 89.000 millones.

KUROSU & CIA S.A.					
Estado de Emisiones canceladas y vigentes					
Programa	Serie	Colocado en USD	Colocado en Gs.	Vencimiento de Capital	Saldo vigente equiv. en Gs.
PEG G1	1	---	10.000.000.000	16-nov-17	0
	2	---	5.000.000.000	29-nov-17	0
	3	---	5.000.000.000	05-dic-18	0
	<b>Total</b>		<b>20.000.000.000</b>		<b>0</b>
PEG USD 1	1	1.000.000	---	16-nov-17	0
	2	2.000.000	---	03-jul-18	0
	3	2.000.000	---	05-dic-18	0
	<b>Total</b>	<b>5.000.000</b>			<b>0</b>
PEG G2	1	---	8.000.000.000	24-oct-19	8.000.000.000
	2	---	7.000.000.000	09-dic-20	7.000.000.000
	<b>Total</b>		<b>15.000.000.000</b>		<b>15.000.000.000</b>
PEG USD2	1	2.000.000	---	24-oct-19	12.000.000.000
	2	2.000.000	---	09-dic-20	12.000.000.000
	<b>Total</b>	<b>4.000.000</b>			<b>24.000.000.000</b>
PEG G3	1	---	15.000.000.000	21-feb-22	15.000.000.000
	2	---	5.000.000.000	12-dic-22	5.000.000.000
	<b>Total</b>		<b>20.000.000.000</b>		<b>20.000.000.000</b>
PEG USD3	1	1.000.000	---	21-feb-22	6.000.000.000
	2	2.000.000	---	11-jul-22	12.000.000.000
	3	2.000.000	---	12-dic-22	12.000.000.000
	<b>Total</b>	<b>5.000.000</b>			<b>30.000.000.000</b>
<b>TOTAL</b>		<b>14.000.000</b>	<b>55.000.000.000</b>		<b>89.000.000.000</b>



La emisión de la Calificación de Solvencia y de los Programas de Emisión Global PEG G4 y USD4 de KUROSU & CIA S.A., se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y la Resolución CNV CG N° 01/19 del 08 de Marzo de 2019.

Corte de calificación:	30 de Setiembre de 2019
Fecha de calificación:	04 de Diciembre de 2019
Fecha de autorización:	12 de Diciembre de 2019
Fecha de publicación:	18 de Diciembre de 2019
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: (021) 201-321 Cel: 0981-414481 Email: <a href="mailto:info@riskmetrica.com.py">info@riskmetrica.com.py</a>

KUROSU & CIA S.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
<b>Programas de Emisión Global G4 y USD4</b>	<b>pyAA-</b>	<b>Estable</b>
AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa 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.

- 1) Esta calificación está basada en la metodología de evaluación de riesgos, establecida en el Manual de Empresas Emisoras y/o Emisiones de 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., 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 2018 y al Informe de Avance de la Auditoría al 30/Jun/19 por la firma PKF Controller Contadores & Auditores, así como a las informaciones, Balances y Estados Financieros al 30/Set/19 proveídos por la empresa KUROSU & CIA S.A..
- 3) RISKMÉTRICA utiliza en sus calificaciones el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. La asignación del signo a la calificación final, por parte del Comité de Calificación, está fundada en el análisis cualitativo y cuantitativo del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores de riesgo evaluados de conformidad con la metodología de calificación.

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