

**VILLA OLIVA RICE S.A. | VORSA |**

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: USD1

MONTO MÁXIMO: USD 6.500.000

CORTE DE CALIFICACIÓN: JUNIO/2019

<b>CALIFICACIÓN</b>	<b>FECHA DE 1º CALIFICACIÓN</b>	<b>Analista:</b> Econ. Ana R. Ferreira M. <a href="mailto:afferreira@solventa.com.py">afferreira@solventa.com.py</a> <b>Tel.:</b> (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209
	<b>SEPTIEMBRE/2019</b>	
<b>P.E.G. USD1</b>	<i>pyBB-</i>	"La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones"
<b>TENDENCIA</b>	<b>ESTABLE</b>	

**El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa S.A. no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.**

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD1	
Característica	Detalle
EMISOR	VILLA OLIVA RICE S.A
ACTA DE APROBACIÓN DE DIRECTORIO	Nº 379, de fecha 12 de Julio del 2019
DENOMINACIÓN DEL PROGRAMA	USD 1
MONEDA Y MONTO DEL PROGRAMA	USD 6.500.000
PLAZOS DE VENCIMIENTO	A definirse en cada serie
TASA DE INTERÉS	A definirse en cada serie
PAGO DE INTERESES	A definirse en cada serie
PAGO DE CAPITAL	A definirse en cada serie
DESTINO DE FONDOS	El 70% de los fondos obtenidos como mínimo serán aplicados al reemplazo de la estructura de apalancamiento, convirtiendo deuda de corto plazo en largo plazo y como máximo hasta el 30% de los fondos obtenidos sean aplicados para capital operativo para la compra de maquinarias, insumos y otros activos.
RESCATE ANTICIPADO	Conforme a lo establecido en la Ley Nº 5810/17 y en la Resolución BVPASA Nº 1013/11
GARANTÍA	Garantía Fiduciaria.
AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR	PUENTE Casa de Bolsa S.A
REPRESENTANTES DE OBLIGACIONISTAS	PUENTE Casa de Bolsa S.A

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión global USD1

**FUNDAMENTOS**

La calificación asignada al Programa de Emisión Global USD1 con garantía fiduciaria de Villa Oliva Rice S.A. responde a la moderada y reciente evolución de sus operaciones e ingresos dentro del sector arrocerero, además de su importante participación en el mercado internacional, con una amplia capacidad de producción e industrialización, evidenciada en sus actividades de exportación, principalmente a Brasil y otros países.

A su vez, incorpora los covenants y el valor de venta rápida de los inmuebles establecidos dentro del fideicomiso de garantía, así como la amplia experiencia y gestión estratégica de sus accionistas institucionales, orientadas a una administración conjunta, una sinergia operativa en el esquema de negocios y una continua transferencia de recursos entre las empresas vinculadas ante los requerimientos crediticios y financieros.

Además, recoge las fuertes inversiones realizadas en activos productivos desde el inicio de sus operaciones con recursos propios y principalmente con financiamiento de terceros, así como el acompañamiento de sus controladores con la codeudoría en obligaciones financieras, como la compra del principal inmueble donde opera, situado en la zona de Zanjita, de la ciudad de Villa Oliva.

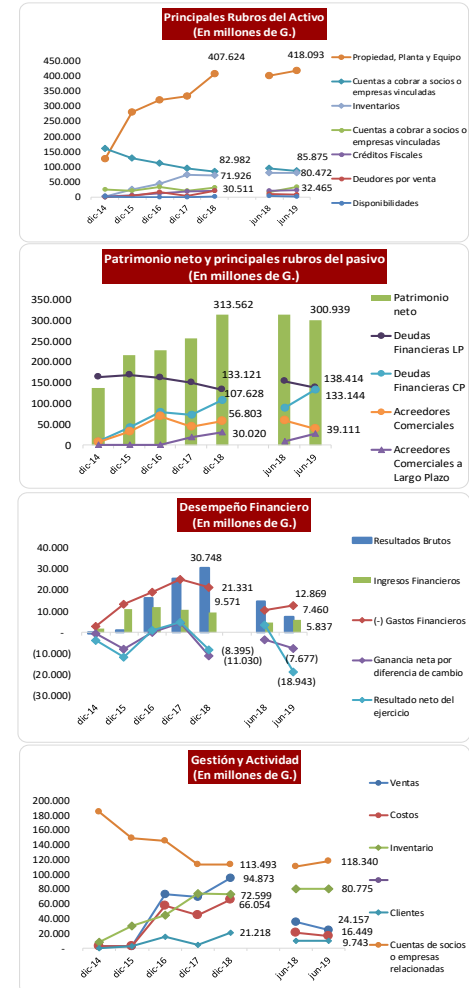
En contrapartida, recoge aún la acotada capacidad de generación de caja y de EBITDA, que no le ha permitido diluir todavía la importante estructura de gastos operativos y financieros, y revertir las pérdidas acumuladas. Asimismo, considera la elevada dependencia de recursos de terceros y la limitada flexibilidad financiera en el corto plazo, y la continua necesidad de financiamiento para calzar sus actividades operativas, de financiamiento e inversión. Al respecto, toma en cuenta los recursos invertidos en activos fijos y elevado nivel de inventario de mercaderías acumulados, comprometidos en gran parte en warrants como garantía de operaciones bancarias. Cabe mencionar que, a junio/2019, una parte ya ha sido negociada y recibida como anticipo en espera de cancelación una vez liberadas las garantías.

Adicionalmente, considera su alta concentración en el mercado brasileño, producto de las vinculaciones con partes estratégicas y unido aún al bajo desarrollo de otros mercados, además de la exposición a variaciones adversas del precio de arroz, del tipo de cambio y eventuales condiciones climáticas desfavorables.

Con la compra de la Agrogranadera Marca Plancha S.A en el año 2014, la empresa ha continuado sus operaciones bajo la denominación Villa Oliva Rice S.A. Actualmente, se encuentra enfocada a la producción e industrialización de arroz de alta calidad, orientado principalmente a la exportación, y en menor medida para su comercialización en el mercado local. Igualmente, continua con la explotación y administración de ganado vacuno, además de la venta de subproductos agrícolas y al financiamiento continuo de sus empresas vinculadas, a través de créditos y préstamos relacionados.

Para el desarrollo de su actividad, ha adquirido un predio de 18.000 hectáreas en la estancia denominada "San Miguel" ubicado en localidad de Zanjita, de la ciudad de Villa Oliva, Ñeembucú. En dicho predio se sitúan las plantaciones de arroz, la estancia ganadera y un moderno complejo industrial de avanzada tecnología, para cumplir con las exigencias de los mercados internacionales.

En cuanto a la conducción estratégica de la empresa, y ante la propuesta de cambios en la organización, hasta la fecha, la misma recae aun principalmente en



los representantes legales de sus principales accionistas institucionales, compartiendo una administración común con otras empresas relacionadas, quienes ocupan áreas claves en el directorio ejecutivo, como la presidencia, dirección industrial y operativa. Al respecto, en el año 2018 ha incorporado un director ejecutivo, con el objetivo de dar soporte al departamento administrativo financiero, descentralizando ciertas funciones, con un énfasis hacia una organización más corporativa, aunque todavía en proceso de desarrollo. Cabe señalar el "know how" de sus directores ejecutivos, quienes poseen una sólida trayectoria en el rubro arrocero e industrial, a nivel local e internacional y han demostrado un activo involucramiento en la toma de decisiones estratégicas y administración de la empresa.

Por otra parte, el volumen de producción y facturación de Villa Oliva Rice se ha incrementado en los últimos años, alcanzando ingresos por ventas y un resultado bruto al 30/06/2019 de G. 24.157 millones y G. 7.708 millones, respectivamente, inferior a aquellos registrados en el corte del 2018. Esto aún representa un nivel limitado ante la importante estructura de sus gastos operativos y el aumento en gastos de ventas, que se ha reflejado en un resultado operativo neto negativo de G. 3.588 millones y un EBITDA de G. 3.144 millones, luego de la extorsión de la depreciación de los costos de mercaderías vendidas (G. 5.593 millones). Otros factores que han incidido y absorben los resultados generados son los egresos financieros netos de G. 7.032 millones y las pérdidas por diferencia cambiaria de G. 7.677 millones, que han contribuido a una pérdida neta en el presente ejercicio de G. 18.943 millones. Con esto, los indicadores de deuda financiera anualizada (capital, sin deuda por compra de campo)/EBITDA y cobertura de gastos financieros han sido 13,2 veces y -0,32 veces, respectivamente.

Cabe señalar que la empresa mantiene una pérdida acumulada de G. 18.177 millones al corte analizado, lo que sumado a los resultados del primer semestre asciende a G. 37.060 millones, que ha sido acompañado con aportes periódicos por los accionistas, así como la constitución de reservas, a partir del revalúo de bienes y por el avalúo técnico en 2018.

Adicionalmente, se considera el importante nivel de activos fijos que posee la empresa y el mayor endeudamiento a corto plazo, que representa el 53% del total de deudas, y cuyo crecimiento es más que proporcional a la registrada por los activos más líquidos. Esto se traduce todavía en una acotada flexibilidad financiera ante los mayores requerimientos de capital operativo y fondeo. En este contexto, el indicador de liquidez general ha registrado un nivel más bajo de 0,8 veces, comparando al corte de junio de 2018 (0,9 veces), principalmente, por el mayor aumento en los compromisos totales, en tanto que el de prueba ácida ha quedado en 0,3 veces, similar a la media de los últimos tres años.

## TENDENCIA

La tendencia asignada a la calificación es "Estable" considerando la moderada expectativa de su desempeño comercial y aún de generación de caja, bajo un escenario de reestructuración de pasivo con la presente emisión y los requerimientos de capital para la campaña 2019/2020. Además, recoge que la empresa mantiene todavía una importante estructura de gastos operativos y financieros, mercados en proceso de apertura y desarrollo, y la necesidad de una mayor presencia en el mercado interno. Por otro lado, se encuentra limitada por sus necesidades de fondeo, ajustada posición de liquidez y crecientes obligaciones financieras a corto plazo.

Solventa continuará monitoreando su desempeño productivo, operativo y de comercialización, así como el cumplimiento de sus planes estratégicos, fundamentalmente en lo que refiere al desempeño de sus exportaciones, diversificación de los mercados, evolución de las obligaciones financieras a corto plazo. Asimismo, seguirá a la expectativa de la recuperación de sus créditos fiscales y de la evolución de sus principales indicadores financieros.

## FORTALEZAS

- Amplia capacidad de producción e industrialización de arroz, además de almacenamiento y tecnología avanzada aplicada en los procesos.
- Importante experiencia y conocimiento de sus directores en los rubros de arroz y ganadería, así como la sinergia y soporte del grupo económico al que pertenece, respecto a la deuda por la compra del campo.
- Posicionamiento como referente en el sector arrocero con productos de alta calidad y de exportación.
- Ubicación geográfica favorable, reflejada en ventajas comparativas en términos de logística, por su cercanía a puertos importantes de la región.
- Crecimientos históricos de sus ingresos por ventas totales reflejados en razonables márgenes brutos de ventas.
- Continua inversión y mejoras realizadas en activos fijos se han reflejado en el aumento de las reservas patrimoniales.
- Garantía fiduciaria inmobiliaria y establecimiento de adecuados compromisos o "covenants" para la emisión.

## RIESGOS

- Concentración en el mercado brasileño y exposición ante las variaciones del precio internacional de arroz, cambiarias y factores climáticos adversos.
- Ajustada posición de liquidez y acotada flexibilidad financiera, a partir bajo nivel de disponibilidades, inventario en warrant y los importantes créditos fiscales por exportación de lenta recuperación.
- Altos niveles de la estructura de gastos operativos y financieros aún frente a los márgenes brutos obtenidos, lo que se ha traducido en pérdidas netas.
- Acotada posibilidad de aumentar el valor del patrimonio autónomo del fideicomiso con inmuebles libre de gravámenes.
- Entorno de gobierno corporativo con oportunidades de fortalecimiento, en términos de estructura y control interno.
- Los indicadores de deuda financiera anualizado/Ebitda (excluido la deuda por compra de campo), así como de cobertura de gastos financieros, al corte analizado se encuentran por debajo de los mínimos establecidos.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### ACTIVIDAD COMERCIAL

Orientada a la producción, industrialización y comercialización de arroz, principal para Brasil y, en menor medida aún el mercado local, además del desarrollo de la actividad ganadera

La empresa, que ha sido constituida inicialmente como Ganadera Marca Plancha Sociedad Anónima en el año 2001, ha sido vendida a finales de 2014 a un grupo de inversionistas institucionales de capital brasileño-paraguayo, con amplia experiencia en el sector arrocero, industrial y ganadero. Desde entonces, y con la modificación de sus estatutos en fecha 30 de diciembre de 2014, ha cambiado su denominación a Villa Oliva Rice S.A. para continuar sus operaciones en el sector ganadero y enfocarse principalmente a sus actividades de producción, industrialización y comercialización de arroz. Para el efecto, ha realizado importantes inversiones en su industria, en activos productivos, infraestructura física, maquinarias y tecnología.

Con esto, la empresa ha delineado tres unidades productivas:

- **Agrícola:** se encarga principalmente del cultivo de granos y producción de arroz, con periodo de siembra entre agosto/septiembre de cada año, mientras que la cosecha se realiza entre los meses de marzo/ abril del siguiente año. Actualmente, de un total de 18.000 hectáreas, cuenta con una superficie 10.500 hectáreas mecanizadas aptas para la producción, siendo 7.900 hectáreas las utilizadas para el periodo de zafra 2018/2019, en tanto que para el 2019/2020 se prevé alcanzar 7.996,52 hectáreas.

Durante el proceso de siembra y germinación se realizan monitoreos constantes del cultivo con el propósito de controlar posibles enfermedades, plagas, que pudieran afectar el crecimiento eficaz de la producción, como en la obtención de mayores rendimientos y calidad del producto. Posterior a ello, una vez alcanzada las características de maduración y humedad correspondiente, se realiza la cosecha con maquinarias especiales para el efecto. Adicionalmente, para el siguiente periodo zafra prevé incluir la producción de soja, a través de una superficie de cobertura de 840 hectáreas y cuya producción tendrá como destino principal al mercado local.

La empresa cuenta con un modelo de producción amigable con el ecosistema de la zona, donde se han evidenciado diferentes especies de animales.

- **Industrial:** dedicada al almacenamiento, secado y molienda de arroz. Este proceso incluye la limpieza, secado, descascarado, pulido y empaquetado de arroz en presentaciones de 1kg y 5kg. Para el efecto, cuenta con una línea eléctrica de 7.000 Kva. y además posee silos, secadores y una línea de procesamiento de arroz pulido para su exportación y consumo. Tiene una capacidad de almacenamiento estático de 60.000 toneladas en 4 silos pulmones y con 100 hectáreas destinadas al almacenamiento de silos bolsas. La industria cuenta con una gran capacidad de producción y tecnología implementada, mediante el cual ha logrado rendimientos promedio de 7 toneladas por hectárea sembrada y una producción verde de 69.000 toneladas en el periodo de zafra 2018/2019, alcanzando así una calidad de grano del 55%, 1 punto por debajo de lo considerado óptimo.

Dentro de la línea de productos obtenidos, se tiene el arroz con cáscara, cascarilla de arroz, rechazado de molino (impureza de esbromado), arroz descascarado(esbromado), arroz quebrado, afrecho de arroz, arroz yesado, rechazado de industria (punta negra), arroz blanco tipo 1, entre otros. Estos productos son destinados principalmente al comercio exterior, siendo su principal destino Brasil, y en menor medida otros países, al igual que la comercialización a nivel local. En el año 2018, junto con otras empresas del sector, ha exportado puntualmente 30 mil toneladas de arroz a Irak, como resultado de la adjudicación en una licitación internacional. También, ha exportado a otros países como Chile, Costa Rica, Haití, Perú, Portugal, Serbia, España, Venezuela, Panamá y se encuentra trabajando en la apertura y desarrollo de mercados como Irak, Libia y oeste africano.

- **Ganadera:** como actividad secundaria al arroz, realiza el desarrollo de ganadería bajo la modalidad de confinamiento para cría y engorde de ganado vacuno. Para el efecto, utiliza como base de la dieta alimentaria los subproductos del arroz, según el plan nutricional de cada etapa de engorde y preparación para la venta al consumo. El proceso de confinamiento inicia con la compra de ganado, que luego es llevado al campo situado en Villa Oliva, allí se realiza el engorde por medio del consumo de pastura o balanceados preparados. También, prevé la explotación bajo la modalidad de barbecho recién cosechado como opción alterna de engorde de campo. Actualmente, la empresa cuenta con una capacidad para albergar 3.000 cabezas de ganado en periodos de 120 días, complementado así una capacidad total de 9.000 cabezas por año.

Además, cuenta con un servicio de hotelería ganadera y servicio de pastoreo dirigida a inversionistas y ganaderos de la zona que consiste en la posibilidad de realizar engordes bajo la modalidad de dieta, basada en subproductos de arroz y barbecho propiamente dichos. Se desarrolla bajo un contrato, donde se definen las ganancias y riesgos compartidos, y es el inversionista quien provee de los ganados para el engorde correspondiente. En las épocas de intensa lluvia, registra un importante movimiento debido a los efectos colaterales del traslado de animales en la zona, como ha sido el caso registrado en este año.

Por otra parte, considerando la infraestructura del campo, cuenta con 10.500 hectáreas mecanizadas para la siembra de arroz, una capacidad de almacenaje de 60.000 toneladas, distribuidas en 4 silos pulmones y aproximadamente 100 hectáreas destinadas al almacenamiento en silos bolsas, una línea de procesamiento de 10 toneladas de arroz pulido por hora para exportación y consumo, así también cuentan con caminos internos, canales de regadío de más de 25 km. de longitud, un casco principal con infraestructura de viviendas, depósitos, comedores, un área de oficina administrativa, talleres para la guarda de maquinarias, insumo y semillas, además de cableado de fibra óptica y wifi.

Villa Oliva, desde el año 2014 y en adelante, ha presentado vínculos operativos y financieros con su grupo de accionistas institucionales: Eladia S.A, Admirable S.A, Capital Inversiones S.A y Rice Paraguay S.A. Con estas empresas, comparte parte del proceso productivo y de comercialización local y exterior, así también, la misma se beneficia de la experiencia y conocimiento de los accionistas, así como de la sinergia existente entre las mismas. Mantiene vinculación por la venta de productos, financiamiento y, por otra parte, a través de la cadena de abastecimiento y comercialización hacia el exterior, así como para el acceso a insumos y maquinarias, entre otros.

En cuanto a sus actividades de comercio exterior, la empresa ha exportado arroz en torno al 84% de su producción a Brasil al cierre de junio de 2019, principalmente, y en menor cuantía a otros países ya señalados. En los últimos tres años, se ha convertido en una de las productoras de arroz más importantes del país y de mayor productividad en el sector arrocero. Ha registrado facturaciones en 2017 y 2018 de G. 69.810 millones y G. 94.873 millones, mientras que al cierre de junio de 2019 ha sido inferior y limitada, considerando que su inventario se encuentra con restricciones debido a los warrants otorgados como cobertura de deudas.

Por su parte, la comercialización de sus productos a nivel local aún se da en menor escala. Considerando esto, en la búsqueda de una mayor diversificación en términos de destino de exportaciones, se encuentran en proceso de negociación con otros mercados, como Rusia, Libia, Inglaterra y México, a los cuales ya ha enviado pruebas para las consideraciones pertinentes, por otra parte, de manera a incrementar su presencia en el mercado local y minorista, en conjunto con la mayor comercialización del arroz empaquetado, se encuentra en pleno proceso de negociaciones con una importante cadena de supermercado local, para proveer al mismo del servicio de empaquetamiento de arroz.

Con respecto a la comercialización, el proceso de producción y embarcación del producto, una vez finalizada las negociaciones duran entre 60 y 90 días, por otra parte, el volumen de ventas a crédito ha sido históricamente bajo, dada la naturaleza de sus operaciones, principalmente por exportación, considerando que la entrega de productos se ejecuta cobrando la totalidad de lo facturado al momento de entrega de documentos de embarque.

## **POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA**

**Reciente incursión y posicionamiento en el mercado como un referente productor y exportador de arroz, dentro de una industria caracterizada por una alta sensibilidad a factores internos como externos y el uso intensivo de capital**

Dado su cambio de denominación en el 2014 y el reenfoque de su actividad hacia la producción, industrialización y comercialización de arroz, Villa Oliva Rice se ha posicionado luego de los últimos tres periodos zafrales como una de las industrias arroceras más importante del país, en términos del volumen total de producción y exportación alcanzados en los últimos años. No obstante, ha concentrado sus operaciones principalmente con clientes de Brasil, considerando el bajo desarrollo y continuidad aún de otros mercados con los cuales ya ha operado en menor medida.

En cuanto al ciclo productivo de sus operaciones, el proceso de producción, que comienza en la compra de insumos, la siembra, cosecha, industrialización y de exportación a los distintos mercados, tiene una duración aproximada entre 60 y 90 días, siendo su principal destino Brasil, con quien opera en sus diversas presentaciones. En tal sentido, la empresa se encuentra trabajando en la disminución gradual de la dependencia del mercado brasileño, mediante los esfuerzos para lograr la apertura de otros mercados que permita la diversificación de su cartera de clientes, con mejores precios y condiciones de pago. Adicionalmente, comercializa sus productos terminados en el mercado local, cuya participación, si bien es mínima, se prevé un aumento gradual en los próximos años.

Cabe señalar que la empresa opera principalmente en el sector de la producción e industrialización del arroz, caracterizado por el uso intensivo de capital operativo, bajo desarrollo y acceso aun en los mercados internacionales, continua exposición a las condiciones de demanda y precio internacional, factores climáticos, variación del tipo de cambio, condiciones de transporte y logística, así como a eventuales condiciones preferenciales de comercialización con empresas relacionadas, que podrían afectar sus ventas y/o márgenes de ganancia. Por su parte, la empresa se ha posicionado como uno de los principales exportadores a nivel local, en conjunto con otras empresas del sector como Seagro Trading S.A., Agroalianza S.A. (vinculada), Eladia S.A. (vinculada), Molino El País S.A., PAYCO S.A., Dos Ríos S.R.L., Farmer S.A., Agrozafrá S.A., entre otros.

En tal sentido, según informaciones del Banco Central del Paraguay (BCP) al cierre de junio de 2019, Paraguay ha exportado un volumen de 348.336 toneladas<sup>1</sup>, cifra inferior en 1% al registrado en junio de 2018, en contrapartida, considerando la

<sup>1</sup> <https://www.bcp.gov.py/boletin-de-comercio-exterior-trimestral-i400>

cotización de precio de chicago publicado por el BCP, el mismo se mantuvo en un promedio de 253,34 USD/ton., cotizando a junio del 2019 en 253,10 USD/Ton.

Ahora bien, se ha evidenciado oportunidades para el crecimiento sostenido de sus negocios en el mediano y largo plazo, a partir de las condiciones ventajosas de producción, en términos de bajo costo, elevada calidad de productos, y un gremio en proceso de fortalecimiento. Además, cabe considerar las perspectivas de crecimiento para la industria arrocerá local, algunos factores como el crecimiento de la población, coyuntura regional favorable, a partir de la capacidad productiva de los mayores productores de arroz a nivel mundial, disminución de áreas de siembras de algunos países de la región (Brasil y Uruguay) dado los crecientes costos de producción, en conjunto con buenas condiciones del suelo y tierra como así también condiciones favorables de clima.

En contrapartida, se considera eventuales escenarios de caída en los precios internacionales y aún el bajo acceso y desarrollo de otros mercados. Al respecto, si bien la dependencia disminuyó a 60% al cierre de 2018, esto responde principalmente al resultado de la obtención puntual de una licitación internacional adjudicada por Irak. Sin embargo, si bien al corte analizado el 83% de los productos exportados tenían como destino Brasil, se encuentra trabajando en nuevos destinos como Holanda, Sierra Leona, Holanda, México y Portugal, así como en un mayor acceso a otros mercados importantes tanto de América, como Europa, Asia y el oeste de África. En tanto, considerando el factor de riesgo climático, el mismo es controlado en parte mediante la aplicación de obras de ingeniería, como canales de irrigación y regadío, con sistemas de bombeo, que permiten drenar el exceso de agua.

#### ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA

### Conducción estratégica y administración se encuentra aún bajo la dirección de los principales accionistas institucionales, quienes prevén cambios y ajustes internos en la gestión ejecutiva

La dirección y administración de la sociedad que se encuentra aún en línea con 2 organismos de administración, el Comité de Administración (CAD) y el Comité Ejecutivo, ha previsto recientemente realizar cambios orientados hacia una nueva organización y funcionamiento interno, por medio de una nueva estructura de gobierno corporativo desde el cual pretende transitar desde el 2020.

Considerando las líneas de organización vigentes a la fecha, en el CAD, cada accionista institucional cuenta con un representante legal y se encuentra conformado por el presidente y cuatro miembros representantes, en conjunto al apoyo del director administrativo y asesor de gobierno corporativo.

Comité de Administración ( CAD)		
Nombre	Cargo	Representante
Washington Cinel	Presidente	Rice Paraguay S.A
Mario Bergallo	Miembro	Eladía S.A
Marlon Marques	Miembro	Eladía S.A
Carlos Lourenco	Miembro	Capital Inversiones S.A
Ignacio Heisecke	Miembro	Admirable S.A
Rui Rocha	Asesor de Gobierno Corporativo	-
Raúl Enciso	Director Administrativo Financiero	-

El comité realiza reuniones de manera bimensual, en las cuales se tratan temas como el control y seguimiento periódico de la gestión de directorio, presupuestaria, temas societarios, legales y seguimiento de puntos abiertos de sesiones anterior. El comité ejecutivo, se encuentra compuesto por tres directores nombrados por asamblea, un síndico titular y un director administrativo financiero. Todos ellos, son ejercidos por profesionales con sólidos conocimientos del mercado local y una extensa trayectoria en los rubros ganadero, arrocerero e industrial.

En cuanto a su organización, la estructura interna responde a tres direcciones, la dirección industrial y operaciones, quien lidera las unidades de campo de arroz, producción ganadera, industrial y recursos humanos; la dirección comercial, que abarca las unidades de ventas y comercio exterior, logística y transporte; y administración de stock; y la dirección administrativa financiera, cuyo responsable ha sido incorporado a inicios del 2018, quedando bajo su supervisión las áreas de contabilidad e impuestos, compras, administración y servicios generales; cuentas corrientes y tesorería.

Miembros del Directorio - Comité Ejecutivo			
Nombre	Cargo	Función Ejecutiva	Profesión
Mario Milano Bergallo	Presidente	Presidente	Lic. En Adm. de Empresas
Marlon Figueiredo Marqués	Vicepresidente	Director de Producción y Operaciones	Ing. Agrónomo
Ignacio Heisecke Vargas	Director Titular	Director Comercial	Lic. En Adm. Agraria
Carlos Amaral	Síndico Titular	-	Lic. en Adm. Empresas; Lic. En Ciencias Contables
Henriette Rambo	Síndico Suplente	-	Lic. En Ciencias Contables
Raúl Enciso	-	Director Administrativo Financiero	Lic. En Ciencias Contables

Actualmente, si bien dentro de la organización no se cuenta con la figura de un gerente general y de gerencias internas, se prevé con el nuevo organigrama establecer una gerencia general, al cual deberán responder las dependencias operativas. Cabe resaltar que, dentro de su estructura al corte analizado, la empresa aún no cuenta con un responsable del área de control y auditoría interna; y se encuentra todavía en proceso para la configuración e implementación de políticas y procedimientos formales.

Asimismo, cuenta con 132 colaboradores operativos, quienes se encuentran ubicados principalmente en la planta industrial, ubicada en la ciudad de Villa Oliva, donde se lleva a cabo los trabajos de producción, y, por otra parte, 17 colaboradores administrativos, incluido los directores, quienes se encuentran en la oficina situada sobre la Autopista Silvio Pettirossi, Luque Central.

Respecto a su plan estratégico para el periodo 2019-2025, tiene previsto un aumento de la producción hasta lograr un rendimiento promedio de 8ton/has y la reducción de los costos financieros a corto plazo, esto mediante la obtención de un fondeo alternativo a mayor plazo por medio de la emisión de títulos en el mercado de valores. Ahora bien, en cuanto a las estrategias corporativas, ha establecido alianzas con importantes gremios productores e industriales, entre ellos se destacan la CAPARROZ (Cámara Paraguaya de Industriales de Arroz), donde uno de sus accionistas es presidente actualmente, UIP (Unión Industrial del Paraguay), UGP (Unión de Gremios de la Producción), los cuales brindan apoyo en materia de accesibilidad a nuevos mercados, centros logísticos, transmisión de conocimientos y negociación con autoridades gubernamentales, entre otros.

Asimismo, mediante sus accionistas institucionales y directores, se encuentran vinculadas directa e indirectamente a otras empresas del sector arrocero, ganadero y comercial, entre las que se mencionan Tupasy S.A., CIABAY S.A., Agro Santa Rosa S.A., Diagro S.A., Agroalianza S.A. y Broto Legal Alimentos S.A., de las cuales algunas fomentan programas de producción, comparten la comercialización, proveen insumos, fertilizantes, maquinarias, implementos y asistencia técnica, como así también comparten una administración común y operaciones tercerizadas.

## PROPIEDAD

**El control de la propiedad está a cargo de cuatro accionistas institucionales, entre las cuales se destacan importantes firmas con amplias trayectorias en los negocios agrícolas, ganaderos e industriales**

Desde sus inicios, Villa Oliva Rice pertenece a un grupo de cuatro accionistas institucionales, quienes han demostrado compromiso con el crecimiento patrimonial de la empresa por medio de aportes de capital, para acompañar su crecimiento y el desarrollo de las operaciones. De esta manera, la empresa está constituida por:

- **Eladia S.A.:** con el 30% de participación, es una empresa dedicada a la producción de arroz, con más de 25 años de experiencia en el rubro. Se encuentra ubicada en el departamento de Misiones, zona de San

Composición Accionaria de Villa Oliva Rice S.A.					
22 de Abril de 2019					
Accionistas	Representante	Cantidad de Acciones	Monto en Gs.	Participación %	Clase de Acciones
Eladia S.A.	Jorge Milano Bergallo	375	71.160.000.000	30%	Ordinarias, Nominativas, No endosables
Rice Paraguay S.A.	Washington Umberto Cinel	375	71.160.000.000	30%	Ordinarias, Nominativas, No endosables
Admirable S.A.	Alicia Heisecke Vargas	250	47.440.000.000	20%	Ordinarias, Nominativas, No endosables
Capital Inversiones S.A.	Gisele Dambros Lourenco	250	47.440.000.000	20%	Ordinarias, Nominativas, No endosables
<b>Total</b>		<b>1.250</b>	<b>237.200.000.000</b>	<b>100%</b>	

Juan Bautista, bajo la presidencia de Mario Bergallo. Siendo, Eladia S.A. también propietaria accionista de la empresa agrícola-industrial Agroalianza S.A. con una participación del 33%.

- **Rice Paraguay S.A.:** con el 30% de participación, es una empresa perteneciente al empresario brasileño Washington Cinel, propietario de la firma GOCIL Seguridad y Servicios, de amplia trayectoria en Brasil con más de 1.000 clientes. A través de la firma Cinel Alimentos ha adquirido recientemente la firma Broto Legal S.A, industria dedicada a la producción de arroz, aceite, soja, entre otros productos en la ciudad de Sao Paulo Brasil. Esta empresa es uno de los principales clientes de Villa Oliva Rice.
- **Admirable S.A.:** con el 20% de participación, es una empresa perteneciente al grupo familiar paraguayo Heisecke Vargas, siendo Ignacio Heisecke director. Posee una amplia experiencia en el rubro ganadero y es propietario de establecimientos en los departamentos de Misiones, Paraguari, Concepción y San Pedro, además, cabe resaltar que ha desarrollado actividades vinculadas a la producción arrocera desde hace más de 10 años y también forma parte de la composición accionaria de la empresa Agroalianza S.A, con el 33% de participación.
- **Capital Inversiones S.A.:** con el 20% de participación, es una empresa vinculada a las firmas Agro Santa Rosa S.A y CIABAY S.A, perteneciente al Sr. Carlos Lourenco, empresario exitoso en el rubro de las máquinas agrícolas y comercialización de insumos agrícolas, así como la provisión de asistencia técnica especializada para el área de producción. El mismo cuenta con desarrollos industriales y agrícolas en el departamento de Alto Paraná y el Chaco paraguayo.

Inicialmente, Villa Oliva Rice se constituyó con un capital integrado de G. 125.000 millones, posterior a ello, y desde el inicio de sus operaciones, los accionistas han realizado importantes aportes en los últimos años, dentro de los cuales se ha encontrado los aportes para futuras integraciones de capital de G. 9.876 millones y G. 2.714 millones en los periodos de 2017 y 2018, respectivamente, conforme al plan de capitalización de los próximos años.

En fecha 18 de junio de 2018, por Asamblea Extraordinaria de Accionistas N.º 25, se ha aprobado el aumento de su capital social de G. 224.900 millones a G. 237.200 millones, protocolizada por Escritura Pública N.º 60, quedando a la fecha un saldo por integrar de G. 724 millones.

Así, el capital integrado a la fecha suma G. 237.200 millones, representado en su totalidad por 1.250 acciones ordinarias, nominativas y no endosables, distribuidas entre sus principales accionistas institucionales, conforme a la participación mencionada anteriormente.

Por otra parte, considerando las inversiones constituidas en otras empresas, Villa Oliva tiene una participación del 33% del capital integrado de la empresa Aerolink S.A. Aviación Agrícola, en conjunto con otros 2 accionistas institucionales con la misma participación. Constituyéndose en un aliado estratégico en la provisión de servicios en fumigación agrícola.

## SITUACIÓN FINANCIERA

Cabe señalar que, para un mejor entendimiento de los Estados Contables utilizados de Villa Oliva Rice S.A en la elaboración del presente informe, los mismos se han contabilizado bajo el principio de empresa en marcha que recoge una razonable expectativa de los directores, respecto a que la sociedad contará con suficientes recursos para continuar operando en el futuro. Así también, se han utilizado estados contables anuales auditados, además de los cortes trimestres no auditado de junio de 2019, con su comparativo de 2018.

### RENTABILIDAD Y MÁRGENES

**Variabilidad en la evolución de ventas e ingresos al cierre analizado, sumado al mantenimiento de una importante estructura de gastos operativos y financieros, se traducen aún en una baja capacidad de generación de resultados y niveles de rentabilidad deficitarios**

Desde el inicio de sus operaciones, Villa Oliva Rice ha presentado un comportamiento variable en el crecimiento de sus niveles de ingresos, explicado principalmente por factores asociados a la exportación de productos. Al respecto, si bien ha alcanzado importantes niveles de facturación en los últimos tres periodos, con un crecimiento de 36% y ventas por G. 94.873 millones al cierre de diciembre de 2018, ha evidenciado una disminución interanual de 32% al corte de junio de 2019, siendo el importe de G. 24.157 millones versus G. 35.669 millones (junio/2018).

Esta disminución de los ingresos se encuentra relacionada en gran parte a que su inventario ha sido utilizado en warrant ante obligaciones con entidades financieras y se ha encontrado restringida, lo que ha limitado incluso la facturación de nuevas operaciones y se ha reflejado en los anticipos de clientes al corte analizado. Esto ha tenido incidencia en los niveles de facturación por exportación, incluso considerando el importante aumento de la venta de arroz en el mercado local y las ventas iniciales de la producción de soja.

En cuanto a su estructura de costos operativos, la misma se encuentra altamente relacionada al comportamiento registrado en las ventas y la producción. Al respecto, ha registrado costos por G. 66.054 millones al cierre de 2018, luego de un incremento del 49%, mientras que una caída interanual del 23% a junio de 2019. Esto ha contribuido a la obtención de un resultado bruto de G. 7.460 millones en el primer semestre de 2019, inferior en 50% en términos interanuales al mismo corte de 2018, lo que ha representado así una disminución del margen de utilidad bruta hasta 32% (versus 40% a junio de 2018), lo que ha contribuido la absorción de los ingresos del 68%, aunque aún inferior a la media anual de 86% correspondiente de los últimos años.

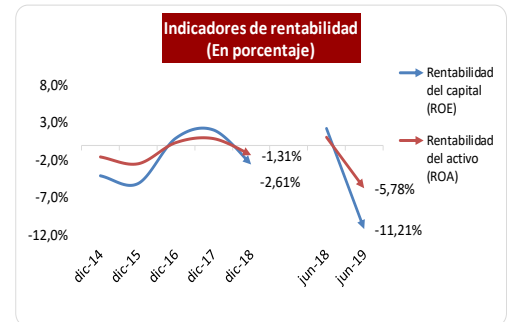
Esto aún representa un nivel limitado ante la importante estructura de sus gastos operativos y el aumento en gastos de ventas, que se ha reflejado en un resultado operativo neto negativo de G. 3.588 millones y un EBITDA de G. 3.144 millones, luego de la extorsión de la depreciación de los costos de mercaderías vendidas (G. 5.593 millones). Otros factores que han incidido y absorben los resultados generados son los egresos financieros netos de G. 7.032 millones y las pérdidas por diferencia cambiaria de G. 7.677 millones, que han contribuido a una pérdida neta en el presente ejercicio de G. 18.943 millones. Villa Oliva Rice, caracterizado por el rubro en el que opera, posee aún una elevada posición de pasivos en moneda extranjera respecto a sus activos en moneda extranjera, lo que la expone a pérdidas y/o ganancias por las variaciones cambiarias y, por otra parte, considerando el plazo de las operaciones, las mismas se concentran principalmente en el corto plazo, generando de esta manera mayores cargos financieros a la empresa. Con lo anterior, los indicadores de deuda financiera anualizada (capital, sin deuda por compra de campo)/EBITDA y cobertura de gastos financieros han sido 13,2 veces y -0,32 veces, respectivamente.

Cabe señalar que la empresa mantiene una pérdida acumulada de G. 18.177 millones al corte analizado, lo que sumado a los resultados del primer semestre asciende a G. 37.060 millones, que ha sido acompañado con aportes periódicos por los accionistas, así como la constitución de reservas, a partir del revalúo de bienes y por el avalúo técnico en 2018. En línea con lo anterior, ha registrado todavía indicadores anualizados de rentabilidad ROA y ROE negativos de -5,78% y -11,21%, respectivamente.

### CAPITALIZACIÓN

**Continuo compromiso de accionistas para acompañar la maduración de sus operaciones y el reciente revalúo técnico de su industria ante las importantes pérdidas acumuladas**

Desde el inicio de sus operaciones, Villa Oliva Rice ha evidenciado un continuo aumento de capital a partir de los nuevos



aportes realizados por los accionistas para acompañar el financiamiento de sus operaciones con recursos propios y las importantes inversiones realizadas, pasando desde G. 136.575 millones (dic./2014) a G. 237.924 millones (jun./2019). Cabe señalar que el capital integrado ha aumentado principalmente durante el año 2018, luego de la capitalización de aportes recibidos en los periodos 2017 y 2018, respectivamente. Adicionalmente, cuenta con un saldo de aportes para futuras capitalizaciones por G. 724 millones.

Asimismo, ha registrado un importante aumento de sus niveles de reservas constituidas, principalmente por el revalúo técnico de su campo por G. 50.170 millones, así como por el aumento de las reservas de revalúo provenientes del ajuste de criterios de años de vida útil aplicado, por el traspaso del régimen fiscal de IRAGRO a IRACIS, con lo cual ha totalizado un saldo de G. 49.503 millones a junio de 2019, luego de un incremento de 54% con relación al año anterior.

En contrapartida, teniendo en cuenta que el proyecto de inversión del complejo productivo e industrial se encuentra aún en etapa de maduración, así como los importantes servicios financieros y exposición cambiaria, ha registrado resultados negativos durante los últimos años, los cuales ascienden a una pérdida acumulada de G. 18.117 millones a junio de 2019, además de las pérdidas del presente ejercicio (G. 18.943 millones), que han absorbido conjuntamente G. 37.060 millones del patrimonio neto, el cual ha quedado en G. 300.939 millones. Cabe señalar que la mismas han sido acompañadas con el aumento de aportes, de reservas y el avalúo del 2018, además se contempla el compromiso de sus accionistas de no distribución de utilidades generadas en los próximos años y hasta la amortización total los bonos emitidos bajo el presente programa.

Evolución de Capital						Corte Interanual	
En millones de guaraníes	Anual					jun-18	jun-19
Cuentas	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18		
Capital Integrado	125.000	224.900	224.900	224.900	224.900	224.900	237.200
Aportes para futura capitalización	11.575	-	433	10.310	13.024	12.653	724
<b>Capital al Cierre</b>	<b>136.575</b>	<b>224.900</b>	<b>225.333</b>	<b>235.210</b>	<b>237.924</b>	<b>237.553</b>	<b>237.924</b>

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

### Importante concentración de deuda financiera a corto plazo y dependencia de recursos de terceros, con una baja cobertura todavía de deuda y de gastos financieros, así como de activos fijos

Los niveles de financiamiento de la empresa, entre el año 2014 y 2018, así como durante el primer semestre del 2019, se han mantenido elevados y crecientes con relación a los recursos propios de la empresa, así como con respecto a su capacidad de generación de resultados. Al respecto, la empresa ha evidenciado una importante dependencia de recursos de terceros para financiar el desarrollo de sus operaciones, así como una parte importante de sus activos fijos con deuda financiera, específicamente para la compra del campo, que ha sido financiada a largo plazo mediante una deuda bancaria.

Este financiamiento con capital de terceros ha sido vía préstamos de entidades financieras, las cuales han otorgado importantes líneas de créditos tanto para inversiones como para capital operativo desde el inicio de sus operaciones, además de descuentos de cheques y líneas de sobregiros, con garantías de inmuebles, prendas, warrant y codeudoría solidaria.

En particular, el principal compromiso financiero que tiene registrado la empresa se refiere a la deuda con el Banco Itaú, por la compra del campo, cuyo importe inicial ha sido USD. 25,7 millones, y que a la fecha ha sido amortizado en USD. 8.566.665, quedando un saldo de USD. 17.133.331, equivalente a G. 106.192 millones (T.C. 6.198). Dicha deuda cuenta con la garantía del campo y con la codeudoría de sus accionistas. No obstante, si bien la referida deuda se encuentra dentro del pasivo de la empresa, es amortizada por sus accionistas de forma anual conforme a su porcentaje de participación en el capital y no por el flujo operacional de Villa Oliva Rice. Este mecanismo o acuerdo se encuentra documentado mediante pagarés firmados por sus accionistas, y reflejados como préstamos a socios.

Adicionalmente, se ha visualizado que la empresa, fuera de la deuda por la compra del campo, mantiene deudas con diferentes entidades bancarias de muy corto plazo, tanto en dólares como en guaraníes, equivalente al 61% de la deuda financiera restante, con un elevado costo de financiamiento, mientras que el porcentaje restante corresponde a la deuda por el financiamiento de una parte de la industria, que terminará de pagarse en el año 2025.

Con todo, la empresa ha registrado un saldo total de compromisos al cierre del corte de junio de 2019 de G. 354.816 millones, luego de un crecimiento interanual del 9%. El mismo ha estado conformado en un 77% (G. 277.158 millones) por deudas financieras, seguidas de obligaciones comerciales (19%) e ingresos diferidos (4%). Respecto a las deudas bancarias, las mismas se encuentran distribuida en el corto y largo plazo en una proporción de 49%/51%. Ahora bien, el pasivo total de la empresa se concentrada en un 53% en obligaciones corrientes, mientras que el resto a largo plazo. Por todo esto, la empresa tiene prevista su acceso al mercado de valores, que le permitiría una reestructuración financiera de capital operativo de corto plazo y un calce para la baja generación de caja por parte de la empresa.



Asimismo, si bien se ha observado un continuo crecimiento en las obligaciones, el incremento de su capital y de las reservas, a partir del revalúo técnico y del ajuste de criterios de vida útil de bienes en el año 2018, ha permitido el mantenimiento en un nivel estable de sus indicadores de endeudamiento, en 0,5 veces, en línea al promedio de los últimos cuatro años (0,6 veces).

Por su parte, si bien el nivel de apalancamiento a junio del 2019 ha cerrado en 1,2 veces, levemente superior al 1,0 veces a junio del 2018, la relación deuda total anualizada y Ebitda se encuentra en 56,4 veces, considerando un nivel de extornamiento de las depreciaciones de los costos de mercaderías vendidas, calculadas por la empresa, que se encuentra muy por encima de los valores anuales registrados, producto de la estacionalidad de su negocio. Esto representa aún una importante dependencia de recursos de terceros para seguir operando en el corto plazo. Dicha relación disminuye a 13,2 veces, si excluimos la deuda con el Banco Itaú, que es amortizada por los accionistas y no por el flujo operativo de Villa Oliva Rice. Estos valores de cobertura de deuda y gastos financieros se encuentran muy distantes todavía de los covenants establecidos dentro del fideicomiso de garantía para el presente programa de emisión global.

Por otro lado, considerando los egresos financieros y el resultado operativo negativo (G. 2.449 millones) al cierre de junio de 2019, su nivel de cobertura de intereses se ha posicionado en -0,2 veces frente a 0,3 veces registrado a junio de 2018. Asimismo, la cobertura del activo permanente se ha mantenido en un bajo nivel y relativamente estable, pese a la disminución en el patrimonio neto, por un lado, y considerando las continuas inversiones realizadas durante los últimos años. Así, dicho indicador ha sido de 0,72 veces, levemente inferior a su histórico de 0,78 veces.

Cabe resaltar, que la firma mantiene importantes deudas privilegiadas por préstamos garantizados a través de hipotecas, con el Banco Itaú y Banco Regional, también cuenta con la codeudoría de los propietarios de sus accionistas institucionales y de Eladia S.A. Además, la firma ha constituido una codeudoría con la empresa Aerolink S.A., para la compra de un avión agrícola de la empresa vinculada a la misma, a favor de AIR TRACTOR INC.

## CALIDAD DE ACTIVOS

### Estructura de activos concentrada altamente en bienes inmuebles y por los compromisos asumidos por los socios por la compra del campo, seguida del importante nivel de inventario

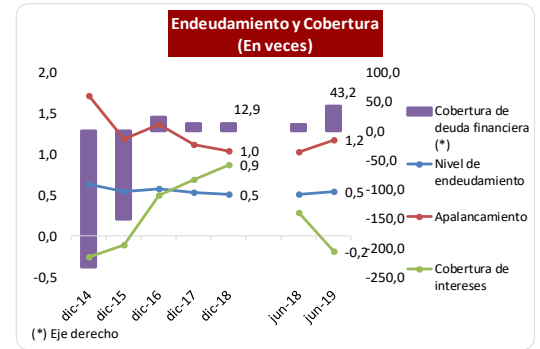
Los recursos con los que dispone la empresa han crecido durante todo el periodo analizado, principalmente en activos fijos (bienes de uso), y en menor medida en stock de inventarios (bienes de cambio) y el mantenimiento de los compromisos asumidos de los socios para la compra del campo. Al cierre de junio de 2019, sus activos totales han sido de G. 655.756 millones, con una variación interanual de +3% y se encuentra conformado principalmente por propiedad, planta y equipo (64%), cuentas a cobrar a socios o empresas relacionadas (18%) e inventario (12%).

En cuanto a los bienes de uso de la empresa, ha estado conformado por inmuebles (64%) y el porcentaje restante, principalmente en maquinarias, silos y galpones, instalaciones y construcciones rurales. Sin embargo, cabe señalar que el cambio de criterios de vida útil con su traspaso del régimen de IRAGRO a IRACIS en el periodo 2018, sumado a las nuevas incorporaciones, ha elevado significativamente su valor hasta G. 418.092 millones. Asimismo, cabe mencionar que el 100% de las propiedades se encuentran garantizando compromisos, considerando aquellos con entidades financieras por la compra de campo y para industria, y las que asumirá por la emisión de títulos de deuda bajo el presente Programa de Emisión Global USD1.

En cuanto al rubro de créditos (G. 151.348 millones,) la misma se compone principalmente de cuentas a cobrar a sus socios o entidades vinculadas (G. 118.340 millones), principalmente por el compromiso de los accionistas para la amortización de la deuda con el Banco Itaú, correspondiente a la compra del campo, así como la deuda de clientes por venta (G. 9.743 millones) y créditos fiscales (G.22.373 millones). Con relación a la modalidad de venta aplicado por Villa Oliva, aproximadamente el 60% realizan por medio de anticipos y se cancelan al momento de la entrega del producto, por lo que no se mantienen grandes operaciones de crédito. Así, al corte analizado, el 90% de sus operaciones se encuentran en cuentas por cobrar en el corto plazo, en tanto que no registran mora de sus créditos, salvo 3 casos puntuales para los cuales ya constituyeron provisiones y tienen previsto cubrir el 100% al cierre del año fiscal.

Además, se señala la existencia de un nivel considerable de créditos fiscales superior en 14% al periodo anterior, que está compuesto principalmente por IVA exportador (88%), cuya gestión de recupero, desde diciembre del 2016, se realiza bajo el régimen general. Con respecto a las gestiones llevadas a cabo, se encuentran actualmente aún en periodo de gestión de documentación de los créditos correspondientes al periodo de septiembre de 2018 en adelante, reflejando así el proceso lento de gestión y recuperación, no pudiéndose necesariamente, registrar el cobro en el corto plazo.

En lo que se refiere a sus inventarios, que ha alcanzado un saldo de G. 80.472 millones, superior en 1% al periodo anterior, se indica que la misma está constituida por un importante volumen de producción de arroz terminado (84%), productos en procesos (12%) y, materiales, suministros y repuestos (4%). Además, considerando la producción ganadera, se observa una



baja participación de la hacienda vacuna al cierre del periodo analizado, principalmente por el gran volumen negociado al cierre del ejercicio 2018.

En cuanto al volumen total de inventario de arroz en cáscara (38.317 toneladas), el 91% se encuentra en warrant (restringidas) como garantía de deudas bancarias, de los cuales 3.300 toneladas se encontraban libres para su comercialización. No obstante, luego del corte analizado, la entidad mantenía un stock de mercaderías 35.233 toneladas, de los cuales ya había recibido un anticipo total de G. 15.255 millones por el compromiso de entrega de 15.742 toneladas que se encuentran aún como garantía, por lo que no ha sido todavía facturado. Las 19.491 toneladas restantes también se encuentran en warrant, si bien aún no han sido comprometidos en nuevas negociaciones. Cabe señalar que el arroz es un alimento no perecedero pudiendo ser alojado en silos o galpones por un periodo de tiempo prolongado, sin ser afectado significativamente por mermas u obsolescencia.

Finalmente, es importante resaltar, que la empresa, presenta una importante inmovilización de recursos como resultado de la alta inversión en activos fijos y préstamos a empresas relacionados, realizados en los últimos años. Así también, todos los inmuebles de la sociedad se encuentran como garantía de préstamos contraídos con entidades financieras.

## LIQUIDEZ Y FONDEO

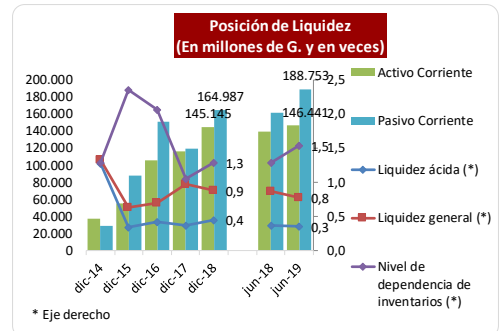
### Acotada posición de liquidez y flexibilidad financiera, a partir de las significativas inversiones en activos fijos, bajos activos líquidos y dependencia financiera de corto plazo

Villa Oliva Rice ha mantenido una acotada posición de liquidez en los últimos años, así como al corte analizado, sobre todo considerando los bajos niveles de disponibilidad, cheques diferidos emitidos y sobregiros bancarios, así como las cuentas a cobrar, que incluyen el saldo de créditos de empresas relacionadas, unida al compromiso de pago asumido respecto a la deuda contraída con el Banco Itaú para la compra del campo.

Asimismo, contempla los elevados montos de créditos fiscales por sus exportaciones, que requieren gestiones particulares para su recupero y una lenta realización, además del importante volumen de inventario que se encuentran garantizando deudas de corto plazo, a través de la figura de warrants. Otro aspecto considerado es el saldo de las obligaciones mantenidas por el importante anticipo recibido de clientes en concepto de compromiso de entrega de 15.742 toneladas de arroz, que aún no han sido facturadas, y que se encuentran en warrant como garantía de deuda bancaria.

En los últimos tres años, si bien el flujo de efectivo neto por actividades operativa de la empresa ha reflejado saldos positivos e importantes, y acompañados por aportes de socios en el 2017 y 2018 y por más endeudamiento financiero, los mismos han sido utilizados plenamente para cubrir sus obligaciones financieras e inversión, reduciendo así el saldo final de caja en cada corte analizado, incluso al 30 de junio de 2019.

En cuanto a la relación entre sus activos corrientes y no corrientes, se ha mantenido en 23%/77% a junio de 2019, con un mayor nivel de activos corrientes de G.146.441 millones, producto de la maduración de las operaciones vinculadas y al financiamiento a uno de sus accionistas, Admirable S.A. Al cierre de junio del 2019, sus activos corrientes se encuentran conformados por inventarios (55%), cuentas a cobrar a socios (22%), créditos fiscales (15%) y deudores por venta (6%), principalmente. Por otra parte, las disponibilidades han cerrado en G. 1.678 millones, con una participación mínima de 1%, con un saldo de sobregiros bancarios como pasivo corriente de G. 1.979 millones y cheques diferidos emitidos por G. 4.388 millones.



En cuanto a sus pasivos, la relación de corto y largo plazo ha pasado de 50%/50% (junio 2018) a 53%/47% (junio 2019), con una leve pero mayor concentración de compromisos asumidos a corto plazo y amortizaciones de deuda a largo plazo. Asimismo, el pasivo corriente que totaliza G. 188.753 millones, ha reflejado una estructura compuesta principalmente por deudas financieras (incluido el saldo de capital de los préstamos de bancos, financieras, socios o entidades vinculadas, sobregiros, intereses, documentos descontados y otros préstamos a pagar) del 71%, superior en 47% al periodo anterior, los cuales han sido obtenidos mediante líneas de crédito y sobregiros con entidades financieras y bancarias, algunas de las cuales son se desarrollaron con garantías hipotecarias, warrants y codeudoría de sus accionistas, además de una operación con covenants financieros.

Asimismo, los compromisos con los acreedores comerciales representan 21% (incluidos proveedores locales y del exterior, otros acreedores, que conforman las provisiones por flete, impuestos, gastos de warrants y consumo de energía eléctrica) principalmente asumidas con empresas vinculadas a su grupo de negocio. Además, sus pasivos corrientes incluyen los ingresos diferidos (8%), constituido mayormente por anticipo de clientes locales y del exterior, correspondientes a operaciones de venta realizadas sobre productos que actualmente se encuentran bajo garantía de warrants.

Con todo, sus pasivos corrientes han aumentado en 17% y en contrapartida sus activos corrientes han disminuido en 5%. Así, la firma ha cerrado con un capital de trabajo negativo, situación que se ha mantenido en los últimos cuatro años y al cierre de junio de 2019 cuyo saldo negativo ha sido de G. -42.312 millones versus G. -42.312 millones a junio de 2018. Esto a raíz del

importante crecimiento de sus obligaciones con instituciones financieras, frente a variaciones poco significativas de los activos líquidos.

En este contexto, el indicador de liquidez general se ha mantenido en una posición acotada de 0,8 veces al cierre de junio de 2019, inferior al mismo corte del 2018 (0,9 veces), mientras que el índice de prueba ácida se ha mantenido en 0,3 veces, en relación con la media de los últimos tres años. Además, su nivel de dependencia de inventarios ha presentado un indicador de 1,5 veces, superior en 0,3 veces a lo registrado en junio de 2018 reflejando así el importante posicionamiento de recursos en bienes de cambio, que se encuentran restringidos en warrant debido a que respaldan operaciones bancarias. Lo anterior, sumado a bajos niveles históricos de disponibilidades y una acotada flexibilidad financiera en términos de líneas de crédito, exponen todavía a la empresa a situaciones continuas de stress de liquidez en el corto plazo.

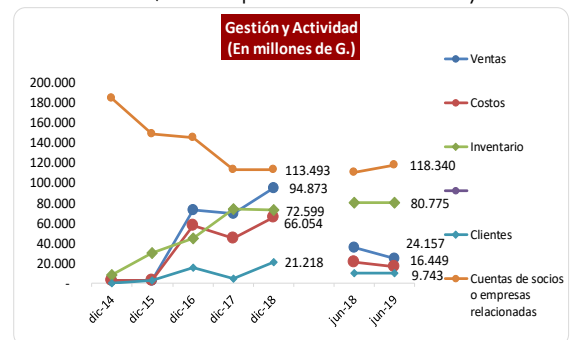
En ese sentido, la planificación financiera elaborada por la administración incorpora la reestructuración de sus pasivos a corto plazo, a través de la emisión del PEG USD1 a fin de mejorar su estructura de financiamiento y prevé la emisión de un nuevo programa a inicios del 2020. Esto, permitiría cancelar parte de sus compromisos a corto plazo y sustituirlas por obligaciones de largo plazo, incrementar sus recursos más líquidos a la vez de continuar con sus planes estratégicos y crecimiento en el volumen de negocios, con un nivel de disponibilidades más holgado, requisito importante para acompañar el giro del negocio, debido a la intensiva demanda de capital operativo que necesita la empresa.

## GESTIÓN Y ACTIVIDAD

### La variabilidad de las exportaciones de arroz y el nivel de inventario comprometido como garantías de deudas bancarias acotan los niveles de gestión y actividad de la empresa

Desde el año 2016, luego de las importantes inversiones realizadas, Villa Oliva Rice se ha dedicado principalmente a las actividades de producción y, principalmente, de exportación de sus productos industrializados de arroz, y en menor medida a la comercialización a nivel local y en ganadería, que contemplan una rápida realización por el bajo nivel de financiamiento de su operaciones, desde la finalización del ciclo productivo, que comprende la siembra en los meses agosto/septiembre de un periodo y la cosecha en marzo/abril del siguiente periodo. Sin embargo, durante el año 2018 y parte de 2019, los periodos de comercialización se han extendido y han evidenciado una menor disponibilidad del stock de arroz debido a los warrants constituidos por la empresa como garantías de deudas bancarias de corto plazo. Por su parte, los niveles de producción y exportación han demostrado comportamientos variables, acompañado de un mayor ciclo operacional para la realización de sus activos.

De esta manera las ventas de Villa Oliva han demostrado un comportamiento variable, siendo el importe total de las facturaciones de G. 94.872 millones al cierre de diciembre de 2018, mientras que al corte de junio de 2019 han registrado una disminución del 32%, hasta G. 24.157 millones, principalmente por un menor movimiento comercial y volumen de productos exportados, así como del nivel de inventario comprometido. Además, en línea con el movimiento de las ventas, ha registrado una reducción de los costos operativos de 23%, con lo cual el importe total de costos ha alcanzado G.16.449 millones, que a su vez ha registrado una disminución de 46% de las ganancias brutas.



Por su parte, el saldo de bienes de cambio ha cerrado en G. 80.472 millones al corte evaluado, levemente superior (+1%) al periodo anterior, de los cuales gran parte se encuentran respaldando operaciones de warrants, es decir, se encuentra comprometido con entidades financieras y no se pueden ser comercializadas aún hasta su liberación. En tanto que, los créditos por venta de mercaderías han registrado un incremento interanual del saldo desde G. 9.845 millones hasta G. 9.743 millones, entre junio de 2018 y 2019, mientras que su indicador de rotación ha disminuido en dicho lapso, desde 3,6 veces a 2,5 veces. Esto ha conllevado un aumento interanual de los periodos de cartera de 50 días a 73 días. Cabe señalar que, para el cálculo, han sido excluidas las operaciones crediticias vinculadas, considerando que las mismas se relacionan a compromisos puntuales sus accionistas ante la deuda bancaria asumida y mantenida por la compra del campo, que se amortiza de forma anual y tiene vencimiento en agosto de 2024.

Por su parte, el menor desempeño comercial y la reducción del total de costos, así como un elevado nivel de inventarios en garantía, ha contemplado un índice de rotación de inventario que ha disminuido a 0,2 veces y un periodo de rotación que ha aumentado interanualmente desde 674 días hasta 881 días, entre junio de 2018 y 2019.

Con todo, su ciclo operacional (excluido sus operaciones vinculadas), ha aumentado interanualmente hasta 953 días versus los 724 días del cierre de junio 2018, lo que refleja un proceso más lento para la realización de la producción y comercialización del producto.

## FLUJO DE CAJA PROYECTADO- PERIODO 2019/2028

Villa Oliva Rice ha proyectado un flujo de caja anual en dólares para el periodo 2019-2028, que contempla la emisión y amortización de bonos bajo el presente Programa de Emisión Global USD1, la evolución de sus ingresos y egresos operativos, los aportes de socios para el pago de la deuda por la compra del campo, las inversiones previstas en activo fijo y

mantenimiento, así como también sus actividades de financiación que incluye también otro nuevo programa de emisión en 2020. Y adicionalmente, el pago de dividendos a partir de año 2027.

Al respecto, la empresa ha tomado como supuesto un saldo disponible de caja de USD. 111.050, así como un escenario favorable para la proyección de sus ingresos por ventas, evidenciando tasas conservadoras de crecimiento a partir de 2020 en las ventas anuales, donde ha considerado tasas de crecimiento de las facturaciones de 4% en promedio, explicado principalmente por el comercio de productos agrícolas y registrándose también para el año 2020 un aumento importante en la producción ganadera, manteniéndose constante en los siguientes periodos.

Considerando lo anterior, dentro de sus supuestos han contemplado un nivel promedio de precios para las ventas de 213,4 USD/Ton., monto considerable y conservador respecto a la cotización actual, igualmente se ha previsto una producción total anual en promedio de 66.000 toneladas y un proceso industrial que proyecta niveles de facturación por servicio de secado en torno a USD 1.127.709. Además, ha estimado mantener dentro del servicio hotelería, un nivel de 1.500 unidades de ganado vacuno a partir del año 2020.

Asimismo, ha considerado crecimientos anuales en la estructura de costos de ventas, en un promedio de 4% y 5%, respectivamente, en línea con el crecimiento de los ingresos por ventas, resultando así en márgenes positivos. Igualmente, ha incluido dentro de los supuestos, el alcance de una mayor eficiencia en la racionalización de los costos y egresos operativos, a través de mejoras en acuerdos comerciales con sus proveedores, un crecimiento en la superficie de siembra y rendimiento por hectárea. Además, recoge una mayor escalabilidad adquirida por el negocio, considerando que, con el transcurso del tiempo y por la aplicación de la tecnología en los procesos, dichos costos presentan una tendencia a disminuir gradualmente.

Por su parte, en cuanto a las actividades de financiación, ha previsto la captación de recursos financieros mediante la emisión de bonos en 2019 y 2020. La primera emisión ha sido establecida para el mes de septiembre de 2019 por USD 3.000.000 a un plazo de 3 años, mientras que de USD 3.500.000 en el mes de noviembre de 2019, con un plazo de 5 años. En ambos casos, no se contempla la posibilidad de renovación y los recursos obtenidos serán destinados a la sustitución gradual de deudas bancarias como fuente de fondeo a corto plazo, amortizando las deudas contraídas anteriormente.

Adicionalmente, consideran la emisión de un nuevo programa de emisión global a fines de enero del 2020 por USD 3.500.000 de manera a completar un paquete de USD 10.000.000, cifra que representa el total de la intención de emisión que posee la empresa actualmente y mediante el cual el nivel de préstamos financieros obtenidos disminuiría con la amortización de los compromisos. Así, con relación a lo expuesto, estiman nuevos préstamos financieros anuales por aproximadamente USD 9.000.00 que incluye operaciones puntuales de préstamos, renovaciones, warrants por USD 4.000.000 de manera anual y el pago de la deuda correspondiente a la compra del campo, cuya cancelación está prevista para el año 2024. Cabe resaltar que el flujo proyectado no considera las operaciones de préstamos contraídas con las personas vinculadas y del grupo, teniendo en cuenta que actualmente existe un continuo movimiento de financiación intercompany.

Con todo esto, para el año 2020 se prevé un aumento importante en el flujo de caja en aproximadamente USD 2.000.000, como resultado de mayores ingresos por ventas, reducción de las inversiones y principalmente por la reducción de los préstamos bancarios contraídos como producto de la amortización realizada previamente, de manera que ya no se consideran vencimientos importantes por préstamos bancarios, por lo que esto permitiría el pago de la emisión de bonos con amortizaciones de capital para agosto de 2022 por USD 3.000.000, agosto 2024 por USD 3.500.000 y enero de 2025 por USD 3.500.000, considerando inclusive saldos netos negativos en caja que se proyectan para esos 3 años.

Por lo expuesto, el flujo operativo elaborado, demuestra resultados positivos y con tendencia creciente durante el periodo proyectado, aunque registran saldos negativos netos en la caja con relación a las cancelaciones de capital de los bonos emitidos, pero su efecto queda minimizado por los saldos finales positivos de cada periodo anterior. Asimismo, considera una política de no distribución de dividendos hasta el 2027, a partir de la cual sí podría realizar las distribuciones.

Finalmente, cabe señalar que el continuo crecimiento de las exportaciones de sus productos, el volumen creciente de sus operaciones, y los factores exógenos, como la variación del precio internacional del arroz, las fluctuaciones cambiarias y condiciones climáticas extremas, podrían tener incidencia en sus ingresos previstos, así como en los niveles de endeudamiento y resultado final del flujo de caja proyectado.

FLUJO DE CAJA VILLA OLIVA RICE S.A.										
En Dólares Americanos										
Cuentas	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>A. Ingresos por Ventas</b>	<b>13.748.100</b>	<b>16.865.923</b>	<b>17.592.584</b>	<b>18.625.962</b>	<b>18.903.878</b>	<b>20.289.006</b>	<b>20.641.975</b>	<b>21.659.099</b>	<b>21.740.371</b>	<b>21.746.945</b>
Agricultura	11.234.000	13.120.000	13.440.000	13.737.600	14.209.600	14.688.000	14.998.400	15.154.800	15.224.000	15.224.000
Industria	2.341.600	2.502.423	2.546.084	2.594.362	2.675.278	2.757.006	2.799.575	2.835.299	2.847.371	2.853.945
Ganadería	172.500	1.243.500	1.606.500	2.294.000	2.019.000	2.844.000	2.844.000	3.669.000	3.669.000	3.669.000
<b>B. Costo de Ventas</b>	<b>-9.053.587</b>	<b>-9.828.946</b>	<b>-10.580.784</b>	<b>-10.579.157</b>	<b>-10.807.206</b>	<b>-11.574.094</b>	<b>-11.695.900</b>	<b>-12.426.470</b>	<b>-12.518.393</b>	<b>-12.605.682</b>
Agricultura	-9.014.887	-9.183.946	-9.290.784	-9.396.657	-9.517.206	-9.639.094	-9.760.900	-9.846.470	-9.938.393	-10.025.682
Industria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganadería	-38.700	-645.000	-1.290.000	-1.182.500	-1.290.000	-1.935.000	-1.935.000	-2.580.000	-2.580.000	-2.580.000
<b>C. Egresos Operativos</b>	<b>-2.732.482</b>	<b>-3.034.118</b>	<b>-3.206.163</b>	<b>-3.588.581</b>	<b>-3.548.275</b>	<b>-3.811.186</b>	<b>-3.988.605</b>	<b>-4.067.304</b>	<b>-4.131.357</b>	<b>-2.072.172</b>
Gastos Operacionales	-1.160.860	-1.269.176	-1.355.943	-1.444.261	-1.498.191	-1.625.799	-1.683.151	-1.814.317	-1.875.369	-1.926.384
Gastos Industriales	-942.400	-992.000	-992.000	-1.004.400	-1.029.200	-1.054.000	-1.059.067	-1.072.600	-1.072.600	1.072.600
Gastos Administrativos	-529.222	-599.942	-662.220	-688.920	-741.884	-785.387	-785.387	-785.387	-785.387	-785.387
Impuesto a la Renta	-100.000	-173.000	-196.000	-451.000	-279.000	-346.000	-461.000	-395.000	-398.000	-433.000
<b>D. Resultado de Flujo Operativo (EBITDA) (A+B+C)</b>	<b>1.942.031</b>	<b>4.002.859</b>	<b>3.805.637</b>	<b>4.458.224</b>	<b>4.548.397</b>	<b>4.903.726</b>	<b>4.957.471</b>	<b>5.165.325</b>	<b>5.090.621</b>	<b>7.069.090</b>
<b>E. Inversión en Activo Fijo y Mantenimiento</b>	<b>-4.825.667</b>	<b>-2.728.000</b>	<b>-1.528.000</b>	<b>-1.528.000</b>	<b>-1.528.000</b>	<b>-1.528.000</b>	<b>-400.000</b>	<b>-3.000.000</b>	<b>-2.000.000</b>	<b>-2.000.000</b>
<b>F. Ingresos Financieros</b>	<b>19.991.305</b>	<b>13.177.555</b>	<b>9.677.555</b>	<b>9.677.555</b>	<b>9.677.555</b>	<b>9.677.555</b>	<b>6.822.000</b>	<b>6.822.000</b>	<b>6.822.000</b>	<b>6.822.000</b>
Préstamos (Capital)	10.635.750	6.822.000	6.822.000	6.822.000	6.822.000	6.822.000	6.822.000	6.822.000	6.822.000	6.822.000
Aporte de socios	2.855.555	2.855.555	2.855.555	2.855.555	2.855.555	2.855.555	-	-	2.855.555	2.855.555
Emisión de Bonos PEG USD1	6.500.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otra Emisión de Bonos en USD	-	3.500.000	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>G. Egresos Financieros</b>	<b>-17.045.637</b>	<b>-11.914.697</b>	<b>-11.828.395</b>	<b>-14.742.094</b>	<b>-11.655.793</b>	<b>-14.724.286</b>	<b>-11.423.782</b>	<b>-8.116.334</b>	<b>-12.971.889</b>	<b>-14.971.889</b>
Obligaciones Financieras (Préstamos + gastos)	-15.092.194	-9.677.555	-9.677.555	-9.677.555	-9.677.555	-9.677.555	-6.822.000	-6.822.000	-9.677.555	-9.677.555
Gastos Financieros (Intereses por préstamos y por emisión)	-1.953.443	-2.237.142	-2.150.840	-2.064.539	-1.978.238	-1.546.731	-1.101.782	-1.294.334	-1.294.334	-1.294.334
Obligaciones Bursátiles PEG USD1 ( Capital )	-	-	-	-3.000.000	-	-3.500.000	-	-	-	-
Otras Obligaciones Bursátiles en USD ( Capital )	-	-	-	-	-	-	-3.500.000	-	-	-
Distribución de Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-2.000.000	-4.000.000
<b>H. Calce Financiero (F-G)</b>	<b>2.945.668</b>	<b>1.262.858</b>	<b>-2.150.840</b>	<b>-5.064.539</b>	<b>-1.978.238</b>	<b>-5.046.731</b>	<b>-4.601.782</b>	<b>-1.294.334</b>	<b>-3.294.334</b>	<b>-5.294.334</b>
<b>I. Calce Neto anual (D+E+H)</b>	<b>82.033</b>	<b>2.537.718</b>	<b>126.797</b>	<b>-2.134.315</b>	<b>1.042.159</b>	<b>-1.671.005</b>	<b>-44.311</b>	<b>870.992</b>	<b>-203.712</b>	<b>-225.244</b>
<b>J. Flujo inicial de caja</b>	<b>111.052</b>	<b>193.085</b>	<b>2.730.802</b>	<b>2.857.599</b>	<b>723.284</b>	<b>1.765.444</b>	<b>94.439</b>	<b>50.127</b>	<b>921.119</b>	<b>717.407</b>
<b>Saldo Final de caja (J+I)</b>	<b>193.085</b>	<b>2.730.802</b>	<b>2.857.599</b>	<b>723.284</b>	<b>1.765.444</b>	<b>94.439</b>	<b>50.127</b>	<b>921.119</b>	<b>717.407</b>	<b>492.163</b>

Fuente: Flujo de Caja proyectado de Villa Oliva Rice, con elaboración propia de formato

<b>VILLA OLIVA RICE S.A.</b>								
<b>RESUMEN ESTADÍSTICO DE LA SITUACIÓN FINANCIERA</b>								
<b>Principales cuentas y rubros</b>	<b>(En millones de guaraníes, números de veces y porcentajes)</b>							
<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>jun-18 (*)</b>	<b>jun-19</b>	<b>Variación %</b>
Disponibilidades	315	-133	51	78	1.782	3.030	1.678	-45%
Deudores por venta	0	2.845	15.206	3.981	19.458	9.281	8.187	-12%
Cuentas a cobrar a socios o empresas vinculadas	25.258	19.969	33.479	20.287	30.511	15.819	32.465	105%
Créditos Fiscales	819	5.930	12.405	18.013	19.916	19.619	22.373	14%
Inventarios	1.265	24.913	43.081	73.166	71.926	79.675	80.472	1%
<b>Activo corriente</b>	<b>37.518</b>	<b>54.999</b>	<b>105.458</b>	<b>116.338</b>	<b>145.145</b>	<b>139.100</b>	<b>146.441</b>	5%
Deudores por venta	0	0	0	155	1.760	563	1.556	176%
Cuentas a cobrar a socios o empresas vinculadas	159.788	128.889	111.981	93.406	82.982	94.917	85.875	-10%
Inversiones a Largo Plazo	0	237	256	1.918	2.776	1.952	2.776	42%
Propiedad, Planta y Equipo	126.275	280.468	319.557	334.260	407.624	400.172	418.093	4%
<b>Activo no corriente</b>	<b>335.334</b>	<b>418.624</b>	<b>436.263</b>	<b>430.936</b>	<b>496.546</b>	<b>499.108</b>	<b>509.314</b>	2%
<b>Activo total*</b>	<b>372.852</b>	<b>473.623</b>	<b>541.722</b>	<b>547.275</b>	<b>641.691</b>	<b>638.209</b>	<b>655.756</b>	3%
Acreeedores Comerciales	7.186	32.622	70.247	43.873	56.803	58.682	39.111	-33%
Deudas Financieras CP (***)	8.825	42.334	79.579	72.545	107.628	90.295	133.144	47%
Otros pasivos	32	59	1.172	406	319	512	1.243	143%
Ingresos Diferidos	12.324	13.082	165	2.977	237	12.095	15.256	26%
<b>Pasivo corriente</b>	<b>28.367</b>	<b>88.096</b>	<b>151.162</b>	<b>119.801</b>	<b>164.987</b>	<b>161.584</b>	<b>188.753</b>	17%
Acreeedores Comerciales a Largo Plazo	0	0	0	18.677	30.020	9.068	27.649	205%
Deudas Financieras LP (***)	163.424	169.446	161.932	150.982	133.121	153.547	138.414	-10%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>207.610</b>	<b>169.446</b>	<b>161.932</b>	<b>169.659</b>	<b>163.142</b>	<b>162.615</b>	<b>166.063</b>	2%
<b>Pasivo total</b>	<b>235.977</b>	<b>257.542</b>	<b>313.094</b>	<b>289.460</b>	<b>328.128</b>	<b>324.199</b>	<b>354.817</b>	9%
Capital integrado	125.000	224.900	224.900	224.900	224.900	224.900	237.200	5%
Aportes para futura capitalización	11.575	0	433	10.310	13.024	12.653	724	-94%
Reserva Legal	12	12	12	68	312	312	312	0%
Reservas de Revalúo	2.598	6.512	17.513	31.924	43.183	32.123	49.503	54%
Otras Reservas (Revalúo Técnico)	1.400	90	90	90	50.260	50.260	50.260	0%
Resultados acumulados	0	-3.710	-15.433	-14.375	-9.722	-9.722	-18.117	86%
Resultado del Ejercicio	-3.710	-11.722	1.113	4.898	-8.395	3.484	-18.943	-644%
<b>Patrimonio neto</b>	<b>136.875</b>	<b>216.081</b>	<b>228.628</b>	<b>257.814</b>	<b>313.562</b>	<b>314.010</b>	<b>300.939</b>	-4%
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>								
Ventas	2.586	2.523	73.448	69.810	94.873	35.669	24.157	-32%
(-) Costos	2.575	2.601	57.407	44.194	66.054	21.270	16.449	-23%
<b>Utilidad Bruta en Ventas</b>	<b>11</b>	<b>(78)</b>	<b>16.041</b>	<b>25.617</b>	<b>28.819</b>	<b>14.398</b>	<b>7.708</b>	-46%
<b>Resultados Brutos</b>	<b>(464)</b>	<b>1.084</b>	<b>16.252</b>	<b>25.660</b>	<b>30.748</b>	<b>14.834</b>	<b>7.460</b>	-50%
(-) Gastos de Ventas	4	11	1.967	4.027	6.897	9.500	7.889	-17%
(-) Gastos de Administración	270	2.472	4.515	4.252	5.141	2.344	2.019	-14%
<b>Resultado Operativo antes de deprec. y amortizaciones</b>	<b>(738)</b>	<b>(1.399)</b>	<b>9.770</b>	<b>17.381</b>	<b>18.709</b>	<b>2.991</b>	<b>(2.449)</b>	-182%
(-) Depreciaciones + Amortizaciones	712	273	419	3.063	2.260	(10.313)	1.139	-111%
<b>Resultado Operativo Neto</b>	<b>(1.450)</b>	<b>(1.672)</b>	<b>9.351</b>	<b>14.319</b>	<b>16.449</b>	<b>13.303</b>	<b>(3.588)</b>	-127%
(-) Gastos Financieros	2.940	13.296	19.307	25.153	21.331	10.454	12.869	23%
Ingresos Financieros	1.863	11.172	11.923	10.670	9.571	4.634	5.837	26%
Ganancia neta por diferencia de cambio	(628)	(8.115)	-	4.350	(11.030)	(3.398)	(7.677)	126%
<b>Resultado Operativo y Financiero Neto</b>	<b>(3.154)</b>	<b>(11.911)</b>	<b>1.967</b>	<b>4.186</b>	<b>(6.341)</b>	<b>4.085</b>	<b>(18.297)</b>	-548%
Otros Resultados No Operativos	(2.628)	188	60	843	(2.054)	(601)	(646)	7%
<b>Resultados Antes de Impuestos</b>	<b>(5.783)</b>	<b>(11.722)</b>	<b>2.027</b>	<b>5.029</b>	<b>(8.395)</b>	<b>3.484</b>	<b>(18.943)</b>	-644%
(-) Impuesto a la Renta	-	-	914	131	-	-	-	0%
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>(3.710)</b>	<b>(11.722)</b>	<b>1.113</b>	<b>4.898</b>	<b>(8.395)</b>	<b>3.484</b>	<b>(18.943)</b>	-644%
<b>Calculo preliminar de EBITDA y EBIT</b>								
<b>Resultado Operativo antes de deprec. y amortizaciones</b>	<b>(738)</b>	<b>(1.399)</b>	<b>9.770</b>	<b>17.381</b>	<b>18.709</b>	<b>2.991</b>	<b>(2.449)</b>	-182%
Extorno de la depreciación de los costos de producción	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	(7.485)	(5.593)	-25%
<b>EBITDA (****)</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>	<b>10.476</b>	<b>3.144</b>	-70%
(-) Depreciaciones + Amortizaciones + extorno de depreciación	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	(2.828)	6.732	-338%
<b>EBIT (****)</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>	<b>13.303</b>	<b>(3.588)</b>	-127%
<b>ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDEO</b>								
Flujo neto por actividades operativas	873	(1.736)	16.664	35.452	44.616	2.815	8.950	218%
Flujo neto por actividades inversión	(3.354)	(49.577)	(39.324)	(19.055)	(12.103)	(9.057)	(12.640)	40%
Flujo neto por actividades financieras	2.495	51.715	22.371	(15.568)	(31.713)	9.313	3.208	-6%
<b>Aumento (disminución) neto de efectivo</b>	<b>37</b>	<b>(448)</b>	<b>(117)</b>	<b>27</b>	<b>1.704</b>	<b>2.952</b>	<b>(1.352)</b>	-146%
Efectivo al inicio del periodo	278	315	167	51	78	78	3.030	3786%
<b>Efectivo al final del periodo</b>	<b>315</b>	<b>(133)</b>	<b>51</b>	<b>78</b>	<b>1.782</b>	<b>3.030</b>	<b>1.678</b>	
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>								
<b>SOLVENCIA Y LEVERAGE</b>								
Nivel de endeudamiento	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0
Apalancamiento	1,7	1,2	1,4	1,1	1,0	1,0	1,2	0,1
Apalancamiento financiero	1,6	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8	0,9	0,1
Cobertura de intereses	-0,3	-0,1	0,5	0,7	0,9	0,3	-0,2	-0,5
Deuda total anualizada/Ebitda (****)	-319,8	-184,1	32,0	16,7	17,5	15,5	56,4	41,0
Deuda Financiera anualizada (****)/Ebitda (****)	-233,5	-63,0	11,3	6,4	8,2	3,0	13,2	10,2
<b>GESTIÓN</b>								
Rotación de inventario	2,0	0,1	1,3	0,6	0,9	0,3	0,2	-0,1
Rotación de cartera	0,0	0,0	0,4	0,5	0,6	0,2	0,2	-0,1
Rotación de cartera (sin operaciones vinculadas)	0,0	0,9	4,8	16,9	4,5	3,6	2,5	-1,1
Ciclo operacional en días	26,099	26,462	1,137	1,300	984	1,444	2,008	564
Ciclo operacional en días (sin operaciones vinculadas)	177	3,854	345	617	473	724	953	229
<b>RENTABILIDAD</b>								
Rentabilidad sobre el activo (ROA)	-1,6%	-2,5%	0,4%	0,9%	-1,3%	1,1%	-5,8%	-7%
Rentabilidad sobre el capital (ROE)	-4,1%	-5,1%	0,9%	2,0%	-2,6%	2,2%	-11,2%	-13%
Margen bruto	0,4%	-3,1%	21,8%	36,7%	30,4%	40,4%	31,9%	-8%
Eficiencia operativa	2428,7%	-3192,9%	40,4%	32,3%	41,8%	82,3%	128,5%	46%
<b>LIQUIDEZ</b>								
Liquidez general	1,3	0,6	0,7	1,0	0,9	0,9	0,8	-0,1
Liquidez de prueba ácida	1,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0
Capital de trabajo	9.151	-33.097	-45.704	-3.463	-19.842	-22.483	-42.312	-19828,4
Dependencia de inventario	1,3	2,4	2,1	1,1	1,3	1,3	1,5	0,3

Fuente: EE.CC. auditados de Villa Oliva Rice S.A. de diciembre 2014 a 2018, y trimestral no auditado de junio de 2019 y (\*) balance preliminar no auditado de junio de 2018 .  
 (\*\*\*) Incluye los pagarés firmados por los accionistas por la deuda con Itau por la compra del campo, que a la fecha suman G. 106 mil millones . Estos van disminuyendo en la medida que van pagando la cuota de la deuda con el Banco ITAU, que también cuenta con la codeudoría de los accionistas  
 (\*\*\*\*) Incluye la deuda con el Banco ITAU por la compra del campo, que es pagada por los accionistas y que a la fecha asciende a USD. 17.133.331  
 (\*\*\*\*\*) EBITDA y EBIT, con extorno de la depreciación de los costos de producción  
 (\*\*\*\*\*) A junio de 2019, excluida la deuda con el Banco ITAU por la compra del campo, que es pagada por los accionistas y que a la fecha asciende a USD. 17.133.331

## CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

### PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD1

Conforme a lo establecido en la sesión de directorio, según Acta N.º 379 de fecha 12 de Julio de 2019, la firma Villa Oliva Rice S.A. ha aprobado la emisión de bonos bajo el esquema del Programa de Emisión Global (PEG USD1), por un monto máximo de USD 6.500.000 y la constitución de un fideicomiso en garantía inmobiliaria para dar cobertura a la presente emisión, que contempla además los compromisos asumidos (covenants) por parte de la empresa durante el periodo de vigencia de los títulos.

Dentro del presente programa, la empresa ha previsto sólo la emisión y colocación de 2 series de USD 3.500.000 y USD 3.000.000, cada uno. Al respecto, si bien los plazos máximos de vencimiento se encuentran entre 1 año (365 días) y 10 años (3.650 días), se ha evidenciado en el flujo de caja la amortización de capital en los años 2.022 y 2024, lo que implica importantes niveles de devolución anual para un periodo de 10 años de financiamiento.

Asimismo, los términos y condiciones individuales, relacionados a tasas de interés, formas de pagos de capital e intereses, entre otros, serán fijados en los prospectos complementarios de las series mencionadas. Por su parte, en términos generales, este programa considera la posibilidad de rescate anticipado de acuerdo con lo establecido en los requerimientos normativos.

El destino de fondos obtenidos mediante la emisión comprende como mínimo el uso del 70% para el reemplazo de la estructura de apalancamiento, convirtiendo deuda de corto en largo plazo y como máximo hasta el 30% de los fondos para capital operativo, para la compra de maquinarias, insumos y otros ítems que forman parte del proceso de producción. Es decir, no se ha precisado un monto máximo para sustitución de deuda, lo que podría implicar la utilización de un mayor porcentaje en contrapartida del capital operativo.

Cabe señalar que el monto máximo consolidado a emitir (G. 40.287 millones), convertido en guaraníes al tipo de cambio de G. 6.198 millones correspondiente al corte de junio de 2019, equivale a 13,39% de su patrimonio neto (G. 300.939 millones) y a 11,35% de su pasivo total (G. 354.816 millones).

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD1	
Característica	Detalle
<b>EMISOR</b>	VILLA OLIVA RICE S.A
<b>ACTA DE APROBACIÓN DE DIRECTORIO</b>	Nº 379, de fecha 12 de Julio del 2019
<b>DENOMINACIÓN DEL PROGRAMA</b>	USD 1
<b>MONEDA Y MONTO DEL PROGRAMA</b>	USD 6.500.000
<b>PLAZOS DE VENCIMIENTO</b>	A definirse en cada serie
<b>TASA DE INTERES</b>	A definirse en cada serie
<b>PAGO DE INTERESES</b>	A definirse en cada serie
<b>PAGO DE CAPITAL</b>	A definirse en cada serie
<b>DESTINO DE FONDOS</b>	El 70% de los fondos obtenidos como mínimo serán aplicados al reemplazo de la estructura de apalancamiento, convirtiendo deuda de corto plazo en largo plazo y como máximo hasta el 30% de los fondos obtenidos sean aplicados para capital operativo para la compra de maquinarias, insumos y otros activos.
<b>RESCATE ANTICIPADO</b>	Conforme a lo establecido en la Ley Nº 5810/17 y en la Resolución BVPASA Nº 1013/11
<b>GARANTIA</b>	Garantía Fiduciaria.
<b>AGENTE ORGANIZADOR Y COLOCADOR</b>	PUENTE Casa de Bolsa S.A
<b>REPRESENTANTES DE OBLIGACIONISTAS</b>	PUENTE Casa de Bolsa S.A

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global USD1

### FIDEICOMISO DE GARANTÍA INMOBILIARIA

Para la emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global USD1, Villa Oliva Rice S.A., en su calidad de Fideicomitente, y Finexpar S.A.E.C.A., como Fiduciario, han firmado en fecha 13 de agosto de 2019 un contrato de fideicomiso de garantía, denominado "Fideicomiso Villa Oliva Rice". Este patrimonio tiene como objetivo garantizar los compromisos asumidos por la emisión de bonos en el mercado de valores bajo el presente programa por un monto total de USD 6.500.000, con una duración de 5 años, a partir de su firma, o hasta la cancelación de los préstamos.

Al respecto, el fideicomitente Villa Oliva Rice ha transferido de forma irrevocable, de forma real y material, el inmueble industrial libre de gravámenes asentado en el distrito de Villa Oliva, correspondiente a la Fracción A, padrón Nº 1.421, de una superficie total de 103 hectáreas 6.153 m<sup>2</sup>, 2.287 cm<sup>2</sup>, que forma parte del inmueble inscripto con Matrícula Nº M14/1231, juntamente con sus mejoras que se componen de silos, maquinarias, equipos e instalaciones de la industria. Al respecto,

cabe señalar que el fideicomiso contempla el valor monetario de venta rápida del inmueble transferido, que será considerado para el cálculo de la relación de 1,3 veces o 130% con respecto a la emisión de USD. 6.500.000, que el fideicomitente deberá mantener en todo momento. En tal sentido, tomando en cuenta el informe de tasación y valuación de la Industria Arrocería de fecha 26/07/2019, el valor de venta rápida del inmueble transferido que asciende a USD. 6.526.644, equivalente a una relación de cobertura de 1,00 veces, inferior aún a lo establecido para el monto máximo de emisión.

En caso de que no se mantenga la relación, el fideicomiso prevé que, si el fideicomitente no transfiere bienes de calidad igual o superior a los sustituidos en un plazo de 30 días de haber sido notificado, el fiduciario podrá activar el procedimiento de verificación y ejecución. No obstante, el patrimonio podrá estar conformado también por otros derechos, bienes y activos que el fideicomitente, y terceros transfieran a la fiduciaria y que permitan el cumplimiento de la finalidad del contrato firmado. Asimismo, contempla la posibilidad de la incorporación de nuevos fideicomitentes, previa comunicación al fiduciario.

#### **Covenants o compromisos establecidos para el fideicomitente Villa Oliva Rice**

1. Debe mantener un ratio de Endeudamiento/Ebitda conforme a la siguiente escala de periodos:

- Enero/2019 a diciembre/2019: 6,5 veces, y periodo julio/2019 a junio/2020: 6,2 veces.
- Enero/2020 a diciembre/2020: 6,0 veces, y periodo julio/2020 a junio/2021: 5,5 veces.
- Enero/2021 a diciembre/2021: 5,2 veces, y periodo julio/2021 a junio 2022: 5,0 veces.
- Enero/2022 a diciembre 2022: 4,8 veces.

El endeudamiento está compuesto por los saldos de capital registrado con entidades bancarias, financieras y bonos emitidos, excluyendo la deuda que Villa Oliva Rice posee con el Banco Itaú por la adquisición del campo, que a la fecha suma USD. 17.133.331. A la fecha, dicha relación se encuentra por debajo del parámetro establecido.

2. De mantener un ratio de EBITDA/Intereses no menor a la siguiente escala:

- Enero/2019 a diciembre/2019: 1,6 veces, y periodo julio/2019 a junio/2020: 1,7 veces.
- Enero/2020 a diciembre/2020: 1,8 veces, y periodo julio/2020 a junio/2021: 1,9 veces.
- Enero/2021 a diciembre/2021: 2,0 veces, y periodo julio/2021 a junio 2022: 2,1 veces.
- Enero/2022 a diciembre 2022: 2,2 veces.

Los intereses corresponden a los cargos financieros de las deudas bancarias, financieras, comerciales y bonos menos el producto resultante de los préstamos y financiaciones que otorga la empresa a terceros, sean estas personas físicas o jurídica.

3. En caso de no mantener una calificación igual o superior a BB-, deberá aumentar la relación desde 1,3 veces a 2 veces, y si la calificación disminuye a B- incrementará la relación a 2,5 veces. La empresa debe contratar un auditor interno, que evalúe permanentemente la estructura interna de riesgos y elevé informes de hallazgos a la administración. A la fecha, no se ha evidenciado aún la contratación.

4. El incumplimiento de los plazos de la deuda bancaria y/o financiera, automáticamente implicará el incumplimiento de los plazos de los bonos, y sus consecuencias (Cross Default).

5. El incumplimiento de los covenants financieros implicará el derecho de los bonistas de ejecutar automáticamente la deuda (Cross Acceleration).

6. La empresa no podrá distribuir dividendos hasta la cancelación final de bonos.

7. No está autorizada la venta de acciones por encima del 20% del paquete accionario a terceras personas físicas o jurídicas.

8. Deberá contratar operaciones forwards, dentro de los 180 días posteriores a la fecha 23/07/2019, para disminuir su posición vendida en moneda extranjera.

Los covenants establecidos serán verificados por el Representante de Obligacionistas conforme al informe generado por el auditor contratado. En caso de incumplimiento de los indicadores financieros conforme a la escala establecida, se enviará una notificación al fideicomitente y en caso de incumplimiento por dos periodos consecutivos se convocará a asamblea de tenedores de bonos, que podrá decidir la ejecución o no el fideicomiso. Adicionalmente, el desarrollo del fideicomiso se regirá de acuerdo con las demás cláusulas establecidas en el contrato de fideicomiso Villa Oliva Rice.

Cabe señalar que, a la fecha del informe, la empresa no cuenta con otros inmuebles libres de gravámenes para la reposición o aumento de la relación antes eventuales requerimientos. No obstante, dependiendo de su disponibilidad, lo podría hacer con el warrant de inventario de arroz.



## ANEXO I

NOTA: El Informe ha sido elaborado con base a los estados contables anuales auditados correspondientes a los periodos cerrados desde 2014 al 2018, y de los cortes trimestrales no auditados de junio de 2019, con su comparativo de junio de 2018, así como la proyección del flujo de caja para los siguientes periodos, los que permitieron el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, así como los antecedentes e informaciones complementarias cualitativas relacionadas a la gestión de la empresa, siendo representativas y suficientes para la evaluación.

La calificación del Programa de Emisión Global USD1 de Villa Oliva Rice S.A. se ha sometido al proceso cumpliendo con los requisitos del marco normativo, y en virtud de lo establecido en la Ley N° 3.899 y la Resolución CG N° 1/19 de la Comisión Nacional de Valores, así como en los procedimientos de calificación.

### INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados financieros anuales auditados de los periodos del 2014 al 2018.
2. Estados financieros trimestrales no auditados de junio de 2019, y comparativos elaborados de junio de 2018.
3. Flujo de Efectivo no auditado de los cortes interanuales de junio de 2018 y 2019.
4. Estados financieros anuales auditados al cierre del ejercicio 2018 y preliminares no auditados de junio de 2019 de los accionistas institucionales Eladía S.A., Admirable S.A., Capital Inversiones S.A. y Rice Paraguay S.A.
5. Detalles de la composición de la cartera de créditos.
6. Detalles de los otros créditos y operaciones vinculadas con las empresas relacionadas.
7. Esquema comercial y de financiamiento a clientes.
8. Detalles de las inversiones realizadas en la industria, capacidad productiva y de almacenamiento de arroz, así como de las actividades relacionadas a la cría, engorde y hotelería de ganado vacuno.
9. Estructura de financiamiento y detalle de sus pasivos, principalmente de la deuda de largo plazo garantizada con el Banco Itaú para la compra del campo, que cuenta con codeudoría de los socios y son amortizadas anualmente por los mismos.
10. Composición y participación accionaria de Villa Oliva Rice S.A. y política de capitalización hasta el 2025.
11. Composición y gestión del directorio y análisis de la propiedad de Villa Oliva Rice S.A.
12. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de sus operaciones de las empresas relacionadas.
13. Flujo de caja proyectado de Villa Oliva Rice S.A. Periodo 2019/2028.
14. Acta de Directorio que aprueba la emisión y Prospecto del Programa de Emisión Global USD1.
15. Contrato de Fideicomiso de garantía inmobiliaria y covenants establecidos por los accionistas para la emisión.

### LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Los estados contables y financieros históricos, con el propósito de evaluar la capacidad de la empresa para el pago de sus compromisos en tiempo y forma, de la empresa, así como de las empresas relacionadas.
2. La cartera de créditos y operaciones vinculadas, así como la composición de los activos productivos e inmovilizados para medir la calidad de activos para medir la gestión crediticia, así como de las operaciones vinculadas con empresas relacionadas.
3. Estructura del pasivo, para determinar la situación de los compromisos y características de fondeo, así como de la flexibilidad financiera.
4. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad de sus desempeños, así como de la proyección de sus planes de negocios.
5. Desempeño histórico de la empresa respecto a temas comerciales y financieros.
6. Entorno económico y segmento de mercado, así como la situación de los mercados de destino de sus exportaciones.
7. Flujo de caja proyectado, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.
8. Características de la estructura de la emisión de títulos bajo el PEG USD1.
9. Estructura legal y operativa del fideicomiso de garantía, el valor de venta rápida de los inmuebles y los parámetros establecidos como covenants.

Publicación de la calificación de riesgos del Programa de Emisión Global USD1 de **VILLA OLIVA RICE S.A.** conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3899/09 y Resolución CNV N° 1/19.

**Fecha de 1ª calificación:** 12 de septiembre de 2019.

**Fecha de publicación:** 11 de octubre de 2019.

**Corte de calificación:** 30 de junio de 2019.

**Certificado de Registro N°:** 05\_03102019 de la Dirección de Registro y Control de la Comisión Nacional de Valores.

**Calificadora:** **Solventa S.A. Calificadora de Riesgo**

**Edificio San Bernardo 2º Piso | Charles de Gaulle esq. Quesada |**

**Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: [info@solventa.com.py](mailto:info@solventa.com.py)**

VILLA OLIVA RICE S.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	EMISIÓN	TENDENCIA
<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD1</b>	<i>pyBB-</i>	<b>ESTABLE</b>
<p>Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.</p> <p>Solventa incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la Solvencia está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud de su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.</p>		

**NOTA:** “La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones”.

El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.

La metodología y los procedimientos de calificación de riesgo se encuentran establecidos en los manuales de Solventa Calificadora de Riesgo, disponibles en nuestra página en internet.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución N.º 1/19 de la Comisión Nacional de Valores, disponibles en nuestra página en internet.

**Más información sobre esta calificación en:**

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

**Elaborado por:**

Econ. Ana Romina Ferreira Molinas

**Analista de Riesgos**