

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

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: USD1

MONTO MÁXIMO: USD 6.500.000

CORTE DE CALIFICACIÓN: JUNIO/2020

CALIFICACIÓN	FECHA DE 1° CALIFICACIÓN	FECHA DE 1° ACTUALIZACIÓN
	SEPTIEMBRE/2019	SEPTIEMBRE/2020
P.E.G. USD1	pyBB-	pyBB
TENDENCIA	ESTABLE	ESTABLE

**Analista:** Marcos Rojas [marojas@solventa.com.py](mailto:marojas@solventa.com.py)  
**Tel.:** (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209

"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 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	N° 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 INTERES	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 N° 5810/17 y en la Resolución BVPASA N° 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**

El reperfilamiento de la calificación del Programa de Emisión Global USD1 con garantía fiduciaria de Villa Oliva Rice S.A. responde al importante nivel de producción y comercialización de productos industrializados y subproductos de arroz, así como a su posición de referencia en la industria nacional, respaldada por la amplia capacidad de procesamiento de su planta industrial y de almacenamiento en silos, así como por la ubicación estratégica y las inversiones en su sistema de irrigación continua. Esto ha favorecido una continua exportación de sus productos, principalmente a Brasil, seguidos de Chile, entre otros. A su vez, contempla los covenants establecidos y el mantenimiento de la relación de cobertura del valor de venta rápida de los inmuebles del fideicomiso de garantía.

Adicionalmente, incorpora los recientes e importantes cambios en su base accionarial, reducido a dos accionistas institucionales, siendo su principal controlador Rice Paraguay SA, propiedad del empresario brasileño Washington Cinel, mientras que resto de las acciones se mantienen en Capital Inversiones SA, del grupo familiar Lourenco, con un activo soporte financiero y operativo de la empresa.

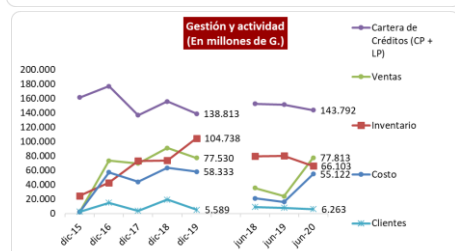
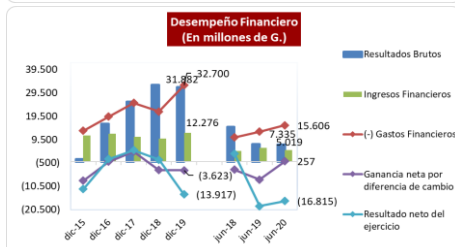
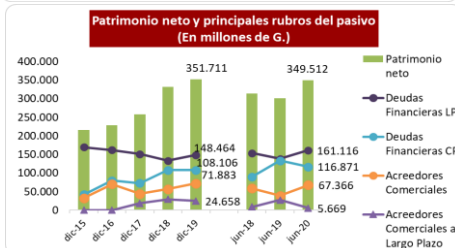
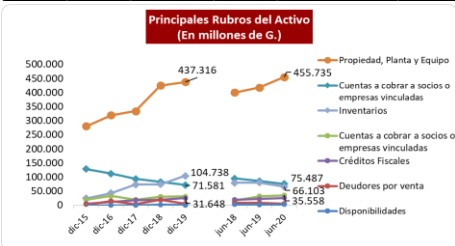
Esto ha traído consigo también el fortalecimiento de su nuevo directorio y conducción estratégica, mediante la incorporación de destacados profesionales, con amplia experiencia y trayectoria, así como el compromiso puntual de capitalización de USD. 5 millones, desde agosto hasta noviembre del presente ejercicio, para apoyar la continuidad de sus operaciones. Además, se encuentra examinado una operación de pre-cancelación de préstamos con el Banco Itaú, sujeto aún de aprobación y formalización, para la reducción de su deuda financiera, mediante la venta de 9.000 hectáreas, de un total de 18.000 hectáreas, a su accionista Rice Paraguay S.A., que estará asumiendo la nueva deuda originada.

Otro aspecto considerado ha sido los efectos favorables, sobre su situación patrimonial, del reconocimiento de la traducción y tenencia de activos biológicos, además de una serie de cambios y ajustes registrados, incluido la reversión y mitigación de los riesgos cambiarios, en aproximadamente USD 2.800.000 al cierre de Dic/2019. Lo anterior, a partir de la gestión y los esfuerzos realizados por su administración para la aplicación de una moneda funcional (dólar estadounidense), conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), debidamente autorizadas a partir del cierre de 2019.

En contrapartida, mantiene una baja capacidad de generación de EBITDA y deficitaria en su presentación en moneda nacional, lo que no ha permitido todavía diluir la importante estructura de gastos y obtener resultados positivos, así como contribuir al cumplimiento de los covenants establecidos en el fideicomiso.

Asimismo, considera los descalces en su flujo de caja, como consecuencia de la estacionalidad de sus operaciones y el uso intensivo de capital, además de la acotada flexibilidad financiera en el corto plazo, producto de las restricciones en el sistema financiero, asociadas a una menor reclasificación de su categoría, aunque compensada relativamente por nuevos aportes de capital.

Al respecto, toma en cuenta los recursos invertidos en activos fijos y su elevado nivel de inventario de mercaderías, comprometidos en parte, al corte analizado, en warrants como garantía de operaciones bancarias. Ante dicho escenario, y si bien cuenta con un plan de capitalización, la sociedad sigue trabajando en la disminución y reestructuración de las deudas financieras.



Por otro lado, mantiene aún desafíos para una mayor diversificación de sus destinos de sus exportaciones. Cabe señalar que mantiene una importante participación de sus exportaciones en mercado brasileño, si bien ha evidenciado un aumento de la colocación de sus productos en mercados chileno, seguido en menor medida por Centroamérica, Europa y Asia.

Villa Oliva Rice S.A., se encuentra ubicada en la zona de la cuenca del río Paraguay a 120 km al sur de Asunción, Departamento de Ñeembucú. Dispone aún de 18.000 ha hasta la fecha, con un rendimiento promedio de 10 tn por ha. y una producción de 80.000 toneladas de arroz por año. En dicho predio se sitúan las plantaciones de arroz, la estancia ganadera y un moderno complejo industrial con avanzada tecnología. Cuenta con un hidrocanal de 25 km. de extensión que abastece a 8.500 ha sembradas con la implementación de un plan de rotación de 8.554 ha de cultivo de arroz. La zona industrial y de procesamiento cuenta con un centro de almacenamiento estático con capacidad para 60.000 tn de arroz. Recientemente ha incorporado un nuevo presidente, quien cuenta con más de 30 años de experiencia en posiciones de alta gerencia y proviene del sistema financiero. Cabe destacar también el "know how" de sus directores ejecutivos, quienes poseen una amplia 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.

Luego de la aplicación de las NIIF, al corte de Junio/2020, los activos han registrado un importe de G. 713.525 millones, levemente inferior al registrado en diciembre de 2019 pero superior interanualmente en 8,86%. La posición de liquidez de Villa Oliva Rice SA ha cerrado en 0,72 veces al último corte analizado, sumado a un saldo en caja de G. 2.539 millones, con cheques diferidos a los proveedores por G. 11.657 millones y un nivel de sobregiros bancarios de G. 4.621 millones. En cuanto a la calidad y estructura de la cartera de créditos, al corte de Junio/2020, ha reflejado un saldo de cartera corriente de G. 6.263 millones y de G. 1.710 millones como no corriente, estando éste 100% provisionado. La empresa opera normalmente con sus clientes en un 90% con pago por adelantado o contra entrega de documentos y el restante 10% a crédito.

Por su parte, si bien el saldo del inventario al corte de Junio/2020 ha disminuido significativamente con respecto al anterior, se mantiene en un saldo de G. 67.986 millones, principalmente en productos terminados. La siembra para esta zafra arrancó en la primera semana de Agosto/2020 por lo que ya se han sembrado 1.700 ha de arroz de las 8.554 ha proyectadas para alcanzar un pico máximo de producción de 69.000 toneladas para el 2021. Producto de la prolongada sequía para la zafra 2020/2021, la compañía ha decidido no sembrar soja para la actual campaña.

Cabe señalar que producto de inversiones tanto en la compra del campo como en infraestructura y las necesidades de capital operativo han conllevado el mantenimiento de un importante endeudamiento financiero con entidades bancarias, que representa el 72,86% de sus pasivos totales. Su apalancamiento al corte de Junio/2020 ha cerrado en 1,0 veces, en línea con sus niveles históricos, principalmente contenidos por las continuas capitalizaciones de sus accionistas y los efectos favorables sobre su posición patrimonial, luego de la aplicación de las NIIF, principalmente en términos de traducción.

Por otra parte, los niveles de ingresos de Villa Oliva Rice SA están ligados a diversos factores como precio de mercado y pactados con sus accionistas, así como a los efectos climáticos, entre otros. Al respecto, al cierre de Dic/19 los ingresos por ventas cerraron en G. 77.530 millones, siendo inferior -15% con relación a Dic/18, debido a que ha quedado pendiente de registro USD 2,4 millones, por formalidades en la apertura de sus facturas de exportación, por lo cual fueron reconocidas a inicios del 2020. En este sentido, al cierre del primer semestre del 2020, el total de ingresos por ventas ha registrado un significativo aumento hasta G. 77.813 millones, además de contemplar un mejor desempeño del precio promedio por kilo de arroz, que se ha ubicado en USD 225.

No obstante, al corte señalado, no ha logrado aún alcanzar un resultado operativo positivo, considerando los efectos de los costos de producción y tenencia de activos biológicos, siendo las pérdidas operativas de G. 1.777 millones, esto sin excluir las depreciaciones mantenidas dentro de los costos de productos y servicios. Cabe señalar que los gastos financieros han aumentado desde G. 12.869 millones a G. 15.606 millones, lo cual ha impactado y explicado principalmente el resultado negativo de G. 16.815 millones (vs. 18.946 de jun./2019), así como deficitarios indicadores de rentabilidad registrados. Respecto a sus resultados operativo (antes de deprec. y amortiz), la entidad ha registrado un importe ajustado de G. 27.178 millones a Dic/19, con una cobertura de 0,8 veces los cargos por intereses, mientras que negativo de G. 761 millones a (jun./2020), aunque con el extornamiento de la depreciación de los costos de mercaderías han sido de G. 26.041 millones y 1.061 millones, respectivamente. Con esto, los indicadores de deuda financiera anualizada/EBITDA y cobertura de gastos financieros han sido de 10,8 y 6,7% para Dic/19, mientras que el corte de Junio/2020 de 274,1 veces y 42,0 veces.

## TENDENCIA

La tendencia asignada a la calificación es "Estable", considerando las expectativas de evolución de producción y exportaciones, y coyunturalmente de los precios internacionales del arroz, además de las medidas en curso para la reducción de la deuda financiera (50% aproximadamente), mediante la venta prevista de 9.000 hectáreas a su principal accionista Rice Paraguay, con la consecuente liberación de inmuebles garantizados, que se encuentra aún pendiente de la aprobación y formalización de la operación con el Banco Itaú, así como para la reestructuración de las demás deudas. Cabe señalar que, exceptuando la deuda por la compra de campo y la industria, las obligaciones se encuentran altamente concentradas en el corto plazo, por lo que será valorado las negociaciones a largo plazo. Sin embargo, contempla aún su actual situación de caja y la importante necesidad de financiamiento para cubrir sus necesidades operativas y financieras, sobre todo atendiendo a las restricciones existentes en el sistema financiero para nuevas líneas.

Solventa seguirá monitoreando los factores mencionados anteriormente, su posición financiera y patrimonial, al plan de capitalización y la obtención de unos resultados operativos netos positivos, sumado al cumplimiento de sus planes estratégicos, entre otros factores, en el corto plazo.

## FORTALEZAS

- Amplia capacidad de producción e industrialización de arroz, además de almacenamiento y tecnología avanzada aplicada en los procesos.
- Fortalecido gobierno corporativo, a través de los recientes cambios, con una conducción de amplia experiencia y conocimiento en el sistema financiero, rubros de arroz y ganadería, así como la sinergia y soporte del grupo económico al que pertenece.
- Posicionamiento como referente en el sector arrocero con productos de alta calidad y de exportación.
- Propicia ubicación geográfica, 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.
- Inversión y mejoras realizadas en activos fijos se han reflejado en el aumento de las reservas patrimoniales.
- Garantía fiduciaria inmobiliaria y mantenimiento general de los compromisos o "covenants" para la emisión.
- Incorporación reciente, desde el cierre de Dic/2019, de las normas IFRS en la contabilidad de la sociedad, luego de importantes esfuerzos y gestión de la empresa, que mitigan el riesgo cambiario.

## RIESGOS

- Limitaciones de acceso y nuevas líneas en el sistema financiero, luego de su reclasificación en el sistema, si bien se encuentran en curso las gestiones para el levantamiento de las restricciones.
- Ajustado flujo operativo y financiero, con bajo posicionamiento en activos líquidos, si bien ha contemplado un reciente plan de capitalización.
- Cambios en las condiciones y mercados internacionales donde participa, incluido el precio del arroz.
- Exposición al estiaje y a climas extremos, si bien se encuentra mitigado por su ubicación e inversiones realizadas.
- Altos niveles de gastos operativos y financieros aún frente a los resultados operativos obtenidos, traducido todavía en pérdidas netas.
- 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

**Cultivo, molienda y procesamiento industrial de arroz, así como su comercialización principalmente en el mercado brasileño y en menor medida aún en el mercado local, y adicionalmente de soja y el desarrollo de la actividad ganadera**

La empresa que inicialmente ha sido constituida bajo el nombre de Ganadera Marca Plancha Sociedad Anónima en el año 2001 ha sido convertida a finales de 2014 a Villa Oliva Rice S.A., luego de la venta 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 continuado con sus operaciones para enfocar sus actividades principalmente a la producción, industrialización y comercialización de arroz. Para el efecto, ha realizado importantes inversiones en su industria, en activos productivos, infraestructura física, maquinarias y tecnología. Además, ha continuado en menor medida con el desarrollo y sus actividades ganadera, y se ha dedicado de forma complementaria a la siembra, cosecha y comercialización de soja.

Al respecto, la empresa ha delineado tres unidades productivas:

**Agrícola:** abarca el cultivo de granos y producción de arroz, siendo su periodo de siembra principios de agosto de cada año, mientras que la cosecha se realiza entre los meses de diciembre y abril del siguiente año. Al respecto, al cierre de cada ejercicio, normalmente el grado de avance o maduración de activos biológicos, que incluyen principalmente plantaciones de arroz y soja, como así también ganado vacuno, está en su punto más alto de maduración.

De un total de 18.000 hectáreas, una superficie 10.500 hectáreas mecanizadas se encuentran aptas para la producción. Así también, cuenta 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. Cabe señalar que 8.000 hectáreas de éstas han sido utilizadas para la zafra 2019/2020, en tanto que para el 2020/2021 se prevé alcanzar 8.554 hectáreas, producto de la decisión de la compañía de no sembrar soja en este periodo agrícola. Asimismo, que la presente zafra ha comenzado en agosto de 2020 mediante los trabajos de siembra.

A fin de llevar un estricto control de posibles enfermedades y plagas que pudieran afectar a la producción agrícola, se realizan constantes monitoreos de los cultivos con el propósito de contrarrestar efectos negativos sobre los mismos durante el proceso de siembra y germinación. Posterior a ello, una vez alcanzada las características de maduración y humedad correspondiente, se realiza la cosecha con maquinarias especiales para el efecto.

**Industrial:** contempla el almacenamiento, secado y molienda de arroz, es decir, un proceso de limpieza, secado, descascarado, pulido y empaquetado de arroz en presentaciones de 1kg y 5kg para su comercialización. Para el efecto, la empresa ha invertido en una línea eléctrica de 7.000 Kv., además cuenta con silos, secadores y una línea de procesamiento de 12,5 toneladas de arroz pulido para su exportación y consumo. Su capacidad de almacenamiento estático abarca 60.000 toneladas, que comprende 4 silos pulmones metálicos y 100 hectáreas destinadas al almacenamiento en silos bolsa. Su planta industrial cuenta con una gran capacidad de producción y tecnología implementada, mediante el cual ha logrado rendimientos promedio de 8 toneladas por hectárea sembrada y una producción de seco de 62,9 tn. (arroz limpiado y secado) y de verde de 71,1 tn. en el período de zafra 19/20, alcanzando así una calidad de grano del 55%, 1 (un) punto por debajo de lo considerado óptimo.

Entre los productos obtenidos, se encuentra el arroz con y sin cáscara, así como el arroz quebrado o cortado, otro con cascarilla de arroz, arroz blanco de tipo 1, entre otros. Los mismos se orientan y comercializan principalmente al exterior, siendo su principal destino Brasil, si bien ha bajado su participación de 60% (2019) a 45% (2020), luego de las colocaciones en Chile y, en menor medida en otros países de Centroamérica, al igual que la comercialización y posicionamiento a nivel local, que se encuentra aún muy acotado. Un aspecto puntual ha sido la exportación en 2018, junto con otras empresas del sector, de 30 mil toneladas de arroz a Irak, como resultado de la adjudicación en una licitación internacional. También ha exportado a otros países, entre los cuales se citan a Costa Rica, Haití, Perú, Portugal, Serbia, España, Venezuela y Panamá.

En cuanto a logística se refiere, Villa Oliva Rice SA dispone de acceso directo a puertos en el Brasil hacia el Norte y al Sur hasta el Puerto Palmira de Uruguay desde donde puede exportar a todo el mundo. En cuanto esté completamente construido el Corredor Bioceánico, podrá acceder al Puerto de Antofagasta-Chile lo cual representará una reducción de más de 8.000 km para la exportación a diversos países.

**Ganadera:** comprende el desarrollo de ganadería bajo la modalidad de confinamiento para cría y engorde de ganado vacuno, principalmente mediante una base de dieta alimentaria con los subproductos del arroz, según el plan nutricional de cada etapa de engorde y preparación para la venta al consumo.

El confinamiento inicia con la compra de ganado, y su posterior traslado al campo en Villa Oliva, donde el engorde se realiza por medio del consumo de pastura o balanceados preparados. Cabe señalar que también ha sido contemplado la modalidad de barbecho recién cosechado como opción alterna de engorde de campo. Cuenta con una capacidad para albergar 3.000 cabezas de ganado en periodos de 120 días y una capacidad total de 9.000 cabezas por año.

Adicionalmente, dispone de un servicio de hotelería ganadera y de pastoreo que son prestados a los inversionistas y ganaderos de la zona, incluyendo la posibilidad de realizar engordes bajo la modalidad de dieta, basada en subproductos de arroz y/o barbecho. El mismo se efectiviza mediante un contrato, donde se estipulan las ganancias y los riesgos compartidos, así como la provisión del ganado para engorde por parte del inversionista. Un aspecto importante es que, en las épocas de intensa lluvia, la unidad registra importantes movimientos debido a los traslados registrados de animales en la zona, como ha sido el caso registrado en este año.

Cabe señalar que, si bien Villa Oliva Rice S.A.C.I. ha presentado vínculos operativos y financieros con un grupo de accionistas institucionales desde 2014 y hasta finales de 2019, compartiendo un esquema productivo y de comercialización local y en el exterior, ha registrado una reorientación de sus negocios, luego de los recientes cambios en su composición accionaria y alta dirección, que contempla cubrir la necesidades de productos de las empresas de su principal controlador, que mantiene operaciones importantes en el mercado brasileño. Al respecto, a la fecha, gran parte de la producción de Villa Oliva Rice se encuentra orientada a satisfacer su demanda de arroz desde el mercado brasileño, seguido de Chile, mientras que la otra parte a cubrir la demanda local y de otros mercados del exterior.

En cuanto a sus actividades de comercio exterior, la empresa ha exportado arroz en torno al 45% de su producción a Brasil al corte de junio de 2020, principalmente, en segundo lugar, lo ocupa el mercado chileno 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. En suma, entre productos y servicios, ha registrado facturaciones en los años 2018 y 2019 de G. 94.930 millones y G. 90.695 millones, respectivamente, mientras que hasta el corte de junio de 2020 ha alcanzado G. 77.813 millones. La comercialización de sus productos a nivel local aún se da en menor escala.

Con respecto al proceso de comercialización, duran entre 60 y 90 días, que inicia con finalización de las negociaciones y hasta la entrega de productos y documentos de embarque, cuando se ejecuta la cobranza total de lo facturado, en cuanto a las ventas a crédito han sido históricamente bajas, dada la naturaleza de sus operaciones, principalmente por exportación.

Cabe señalar que, al cierre de junio de 2020, la empresa ha registrado anticipos de clientes de exterior, principalmente del mercado brasileño, entre los cuales se encuentran Brasilia Alimentos Ltda. y Broto Legal Alimentos S.A., en concepto de ventas comprometidas por G. 4.674 millones, siendo muy inferior a lo registrado en junio de 2019.

## POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA

### Posición de referencia en la industria nacional de arroz, mediante sus niveles de producción y exportación, aunque expuesta a las condiciones variables de los mercados y al uso intensivo de capital

Cabe señalar que Villa Oliva Rice S.A., si bien ha iniciado como tal en el año 2014, ha alcanzado rápidamente importantes niveles de producción y comercialización, principalmente, a través de sus exportaciones a Brasil y puntualmente a otros mercados. Esto ha sido posible mediante inversiones iniciales para la compra y desarrollo de su campo, así como para la construcción de su planta industrial, donde los accionistas institucionales han recurrido al financiamiento bancario y han asumido, en la práctica, a la amortización de dichos compromisos financieros de la novel empresa.

Desde entonces, y luego de tres periodos zafrales, se ha posicionado como empresa en la industria arroceras, en términos del volumen total de producción y exportación de arroz industrializados y subproductos, los cuales se han mantenido relativamente elevados. Si bien ha disminuido gradualmente su dependencia de Brasil con una mayor presencia en Chile y en menor medida en otros mercados, con los cambios registrados en el control de la empresa, se espera que siga manteniendo el nivel de exportación hacia el mercado brasileño.

La empresa se encuentra posicionado como uno de los principales productores y exportadores a nivel local, en conjunto con otras empresas del sector como Seagro Trading S.A., Agroalianza S.A., Eladía S.A., Molino El País S.A., PAYCO S.A., Dos Ríos S.R.L., Farmer S.A., Agrozafrá S.A., entre otros. La industria es caracterizada por el uso intensivo de capital operativo, un elevado endeudamiento, paulatino desarrollo y acceso a mercados internacionales, continua exposición a las condiciones de demanda y precio internacional, además de las condiciones climáticas, de transporte y logística. En particular, cuenta con acuerdos preferenciales de comercialización con su grupo controlador, que podrían afectar sus ventas y/o márgenes de ganancia.

Si bien la cotización de arroz a nivel internacional se ha mantenido bajo en los últimos años, desde principios del periodo la industria ha contemplado un continuo aumento de sus niveles, traduciéndose en mejores facturaciones para los exportadores en el presente ejercicio.

Por su parte, y según las informaciones del Banco Central del Paraguay (BCP) al corte de junio de 2020, Paraguay ha exportado un volumen de 502.428 toneladas<sup>1</sup> de arroz, cifra superior en 44,66% al registrado en junio de 2019. Esto ha sido explicado por la superficie de siembra, industrialización y demanda de arroz de Brasil, donde se concentran principalmente las exportaciones, además de Chile, que ha duplicado su demanda y lo posicionó a Paraguay como segundo proveedor de arroz al cierre de julio de 2020, y en menor medida en los diferentes mercados de Centroamérica, Europa y Asia. En el presente ejercicio, Paraguay ha logrado desplazar a Uruguay en cuanto a calidad y precios de arroz. Actualmente, el país se ubica entre los 12 productores principales a nivel internacional, aunque todavía con mayores necesidades de expansión de superficie cultivada e inversión para la mecanización e industrialización.

Para el periodo zafra 2020-2021, se espera una producción levemente superior al año pasado, considerando que se mantuvo las 165.000 toneladas de cultivo, equivalente aproximadamente a 1.100.000 toneladas de arroz, de las cuales se estiman para el mercado local cerca de 200 mil toneladas. Cabe señalar que 90% de las exportaciones son productos industrializados.

Respecto a los efectos de la pandemia, si bien la misma se registró en medio de la cosecha de marzo, las restricciones impuestas por el Gobierno no han afectado ni impedido la movilidad, ya que los fletes de productos agrícolas estuvieron exentos de las medidas establecidas en la cuarentena. No obstante, el inconveniente para el sector se ha dado puntualmente por el conflicto en Ciudad del Este, que ha afectado por momentos la salida de productos hacia el Brasil, principal mercado.

Ahora bien, la industria mantiene oportunidades de crecimiento sostenido de sus negocios en el mediano y largo plazo, a partir de los niveles de demanda internacionales de arroz, las condiciones ventajosas de producción, como el bajo costo de electricidad y las buenas condiciones del suelo y tierra como así también las condiciones de clima, la elevada calidad de producto, y un gremio en proceso de fortalecimiento. Otros factores de incidencia son las superficies de siembra de algunos países de la región (Brasil, Uruguay y Argentina) dado los crecientes costos de producción.

Entre los factores determinantes en el rendimiento del arroz se encuentran la temperatura y la radiación solar, así como la velocidad y fuerza del viento, que pueden afectar el crecimiento de las plantaciones y los procesos fisiológicos de formación del grano.

Cabe señalar que los principales departamentos productores de arroz con riego en el país son Misiones, Itapúa, Caazapá y demás, en ese orden de relación. Sin embargo, Villa Oliva Rice S.A. se ubica en el Departamento de Ñeembucú y cuenta con una importante infraestructura de irrigación acorde a su necesidad, con equipamientos de última generación y acceso al río Paraguay, con una línea de electricidad de 7.000 kv. y cerca de los principales puertos del país.

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

**ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA**

**La conducción estratégica de la empresa ha contemplado importantes ajustes de sus políticas, así como en su dirección y control, orientados al fortalecimiento de su gestión y su esquema de negocios**

Cabe señalar que, desde finales del año 2019, la empresa ha contemplado la posibilidad de ajustes en sus políticas administrativas para adecuarlas al modelo de su negocio, orientadas a la aplicación de normas y criterios contables, así como en la conducción estratégica y en su control, que finalmente se ha concretado gradualmente en el presente ejercicio, luego de requerimientos normativos y las negociaciones internas entre sus anteriores accionistas institucionales y la formalización de los procesos, respectivamente, los cuales han requerido esfuerzos adicionales a los planes de negocios de la empresa.

Al respecto, la empresa ha sido autorizada localmente para ajustar sus políticas y procedimientos de contabilización a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), mediante la cual ha optado como moneda funcional para sus estados contables el dólar estadounidense. Esto ha contemplado efectos por la traducción de las informaciones para su presentación en moneda local, lo que ha conllevado también ajustes y un reconocimiento de sus partidas, con efecto sobre los estados contables de diciembre de 2019 y adelante, así como comparativamente respecto a diciembre de 2018. Esto le permitió una valoración positiva de cuentas activas como el reconocimiento de los activos biológicos (plantas de arroz, ganado y soja) según sus niveles de maduración o no, y conforme a estudios técnicos verificables, así como patrimoniales, por traducción y tenencia, y ajustes a los resultados acumulados. Otro aspecto, más que fundamental ha sido la mitigación de los efectos de las variaciones cambiarias sobre sus resultados. Lo antes mencionado, representa la gestión y el esfuerzo de Villa Oliva Rice y el continuo compromiso en resolver dichos aspectos que castigaban la realidad financiera en años anteriores.

Por su parte, si bien la empresa ya ha registrado cambios en su dirección comercial en el 2019, también contempla la incorporación de un nuevo presidente dentro del Directorio a través de la última asamblea celebrada en julio de 2020. Ex bancario y profesional con mucha experiencia en las operaciones agrícolas y en el sistema financiero local, en línea con los cambios accionariales.

Asimismo, ha previsto la realización de una Asamblea Ordinaria en Set/2020 para definir la composición final de los nuevos representantes y del directorio, de acuerdo con el mayor control alcanzado por uno de sus accionistas. En este sentido, el directorio de la empresa está conformado por 5 miembros titulares, encabezado por su nuevo presidente Marcos Alex Silva Dos Santos, su vicepresidente Marlon Figueredo Marques, los directores Mario Bergallo, Carlos Lourenco y Lázaro Moreto. Luego de la asamblea se estará oficializando la incorporando de Raul Enciso, como director titular, en sustitución de Mario Bergallo. Todos ellos, con sólidos conocimientos del mercado local y una extensa trayectoria en los rubros agroganadero, arrocero e industrial.

Cabe señalar que el equipo de empresa Eladia S.A. como de Admirable S.A. han salido de la gestión operacional y comercial. Sin embargo, se ha mantenido mediante un contrato profesional como Director de Operaciones agrícolas a el Ing. Agrónomo Marlon Marques, quien es accionista de Eladia S.A.

En cuanto a la estructura organizativa, responde a tres direcciones; la dirección de operaciones y producción (encargada de 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, así como de administración de stock); y la dirección administrativa financiera (a cargo de la supervisión de las áreas de contabilidad e impuestos, compras, administración y servicios generales; cuentas corrientes y tesorería). Cabe destacar que, conforme al compromiso asumido en el año 2019, ha incorporado un responsable del área de control y auditoría interna.

Luego de los cambios registrados, la empresa ha reubicado sus oficinas administrativas en el Edificio Gloria, zona corporativa de Aviadores del Chaco, ciudad de Asunción, donde se reúnen periódicamente sus directores. Asimismo, cuenta con un total de 99 empleados y obreros al corte de Junio/2020, quienes se encuentran ubicados principalmente en la planta industrial, en la ciudad de Villa Oliva, Departamento de Ñeembucú, donde se lleva a cabo los trabajos operativos y de producción.

En línea con los cambios societarios, se ha aprobado recientemente un plan de capitalización a fin de acompañar el fortalecimiento patrimonial de la empresa con USD. 5.000.000 millones, comprometidos entre los meses de agosto y noviembre del presente ejercicio, de los cuales hasta la fecha se ha recibido USD. 1.500.000.

Además, se prevé la venta de 9.000 de las 18.000 hectáreas de sus inmuebles por un valor de USD. 21 millones en los próximos días a su accionista institucional Rice Paraguay S.A. Esta operación permitirá la pre-cancelación de la deuda del campo y la industria que se tiene con Banco Itau y por ende una importante reducción del pasivo de la empresa, así como la liberación de los inmuebles garantizados. Al respecto, Rice Paraguay absorberá el compromiso asumido anteriormente por los anteriores accionistas, si bien dicha operación está pendiente de la aprobación y formalización por parte del Banco ITAU, quien cuenta actualmente con la garantía fiduciaria del campo.

De las 9.000 hectáreas que Rice Paraguay adquirirá, 4.000 hectáreas están desarrolladas y listas para sembrar, por lo que Villa Oliva Rice se estará encargando de prestar sus servicios agrícolas de preparo, siembra, cosecha, almacenamiento e industrialización para su accionista, mientras las otras 5.000 hectáreas están aún para su desarrollo, por lo que Rice también ha manifestado su deseo para que se desarrolle y se siembre para la zafra 2021/2022. De las 9.000 hectáreas con las que se queda Villa Oliva Rice, 7.000 hectáreas están desarrolladas y listas para sembrar y 2.000 están en reserva natural, que no serán desarrolladas.

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), 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.

Recientemente, la empresa ha cambiado su política de contabilización de sus operaciones, acogiéndose a las NIIF, ajustándose a criterios generalmente aceptados para operaciones y modelos de negocios en el que opera.

## PROPIEDAD

**La propiedad de Villa Oliva Rice SA se encuentra vinculada a dos accionistas institucionales, con una concentración del 80% en su principal accionista, luego de los cambios societarios registrados en el presente ejercicio**

Si bien desde sus inicios Villa Oliva Rice ha pertenecido a un grupo de cuatro accionistas institucionales y en junio de 2020 había quedado en tres accionistas, luego de la venta de la participación accionaria de Admirable S.A. a Eladia SA., actualmente se han concretado nuevamente cambios, en línea con las negociaciones iniciales, la composición accionaria ha quedado a cargo de dos accionistas institucionales, donde se destaca la concentración del 80% de las acciones en Rice Paraguay S.A. De esta manera, la empresa está constituida a la fecha por:

- Rice Paraguay S.A.:** ha adquirido por completo el paquete accionario, a finales de Julio/2020, que pertenecía a Eladia SA (50% de participación sobre VORSA). Con el 80% de participación se constituye en el principal controlador de la empresa. La misma es de propiedad del empresario brasileño Washington Cinel, dueño también de la firma GOCIL Seguridad y Servicios, de amplia trayectoria en Brasil con más de 1.000 clientes. Por su parte, a través de la firma Cinel Alimentos ha adquirido 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.

Composición Accionaria de Villa Oliva Rice S.A.					
Registro de accionistas al 24/07/2020					
Accionistas	Representante	Cantidad de Acciones	Monto en Gs.	Participación %	Clase de Acciones
Rice Paraguay S.A.	Washington Umberto Cinel	1.000	189.760.000.000	80,0%	Ordinarias, Nominativas, No endosables
Capital Inversiones S.A.	Gisele Dambros Lourenco	250	47.440.000.000	20,0%	Ordinarias, Nominativas, No endosables
<b>Total</b>		<b>1.250</b>	<b>237.200.000.000</b>	<b>100,0%</b>	

- 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 del 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, en línea con los compromisos asumidos por los préstamos para la compra del campo y la industria, 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.

Posteriormente, 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.

Al respecto, cabe señalar que si bien al cierre de septiembre de 2019 había registrado un capital integrado de G. 237.200 millones, producto de una reclasificación de aportes por G. 2.278 millones, correspondientes a los aportes de Admirable S.A., se ha reducido el capital a G. 234.922 millones. Teniendo en cuenta el plan de aportes irrevocables en capital, desde el 30/07/2020 hasta la fecha, han sido integrados un total de USD 1.687.500 conforme al acuerdo firmado hasta la suma de USD 5 millones por el cual deberán ser desembolsados hasta el 30/11/2020 cuanto sigue: USD 4 millones por Rice Paraguay SA y USD 1 millón por Capital Inversiones SA.

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. Constituyéndose en un aliado estratégico en la provisión de servicios en fumigación agrícola.

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 CIABAY S.A., Agro Santa Rosa 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.

## SITUACIÓN FINANCIERA

Cabe señalar que los estados financieros del cierre de Dic/2019, Mar/2020 y Jun/2020 han sido preparados por primera vez de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), luego de la autorización de la Comisión Nacional de Valores (CNV), según nota recibida por VILLA OLIVA RICE S.A. en fecha 17 de marzo del 2020. Los demás estados financieros se han mantenido bajo las políticas anteriores, por lo que se deberá tener en cuenta para una mejor comprensión de los análisis.

### RENTABILIDAD Y MÁRGENES

**Importantes niveles de facturación y de márgenes brutos, pero aún insuficiente generación de resultados operativos y finales positivos, incluido sus indicadores de rentabilidad, sobre todo al considerar la incidencia todavía de los crecientes cargos por egresos financieros**

Uno de los nuevos lineamientos implementados por la compañía desde el cierre al 31/12/2019, lo constituye la valuación de activos biológicos; el cual es detallado en el estado de resultados, producto del neto entre el valor de mercado del stock de arroz sobre gastos de producción como de energía eléctrica, combustible, mantenimiento de maquinarias, salarios y otras erogaciones más. El objetivo principal de la valuación es la prudencia en el reconocimiento del valor comercial de la producción de arroz durante el período de siembra. Por esa razón, al cierre de Dic/2019 el importe de la cuenta ha sido de G. 13.165 millones (ingreso neto), mientras que al corte de Junio/2020 ha registrado un saldo de G. 16.080 millones (egreso neto). Esto ha absorbido los resultados del primer semestre de 2020.

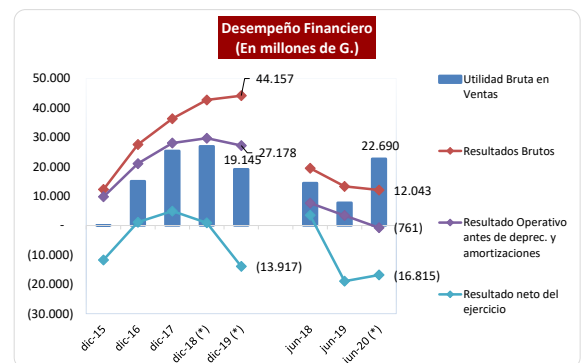
Otro aspecto también relacionado a las normativas de IFRS, corresponde al registro contable de ingresos por venta de arroz independientemente que se encuentre facturado o no. Es decir, de haber un acuerdo de venta de un poco más del 90% con el cliente, Villa Oliva Rice SA ingresa el importe de la operación a sus registros contables sin tener que aguardar la emisión del comprobante.

Villa Oliva Rice SA ha presentado una evolución variable con respecto al nivel de ingresos, si bien se mantienen elevados, explicado por factores asociados a la exportación o por formalidades en la apertura de sus facturas de exportación lo cual ha sucedido por única vez. Lo mencionado explica el pendiente de ingresos a libros contables al cierre del ejercicio de 2019 de USD 2,4 millones que no pudieron registrarlas en dicho periodo, por lo cual fueron reconocidas a inicios del 2020. Al respecto, si bien ha alcanzado variaciones en los niveles de facturación en los últimos tres periodos, con un descenso de 15% y ventas por G. 77.530 millones al cierre de diciembre de 2019, mientras que al corte de Junio/2020 ha evidenciado un saldo de G. 77.813 millones ubicándose por encima de lo registrado al cierre del 2019. Cabe mencionar que los niveles de precio en promedio del arroz han acompañado sosteniblemente al incremento de sus ingresos, aparte de lo mencionado anteriormente.

Si bien en años anteriores el inventario de producto de Villa Oliva Rice se encontraba restringida por warrant utilizados ante obligaciones con entidades financieras, la compañía ha podido aligerar el proceso que conlleva el levantamiento de dicha garantía para su posterior comercialización. A hoy, sus clientes al momento de transferir los fondos por la venta anticipada del producto realizan el desembolso directamente contra la operación de préstamo de Villa Oliva Rice SA.

Sin embargo, en cuanto a la estructura de costos operativos, al cierre del 2019 se ha podido realizar una importante reducción de 8,13% con relación a Dic/2018, explicado por la disminución en la línea de costo de venta de ganado. Por otra parte, en los 2 últimos cierres y al corte de Junio/2020, la participación sobre los ingresos por ventas ha promediado en un 72%. Esto ha contribuido a la obtención de un resultado bruto de G. 7.335 millones en el primer semestre de 2020, levemente inferior en 1,67% en términos interanuales al mismo corte de 2019.

Esto aún representa un nivel limitado ante la importante estructura de sus gastos operativos, principalmente en concepto de honorarios, de explotación, impuestos y otras contribuciones. El aumento en gastos de ventas al primer semestre del 2020, que se ha reflejado en un resultado operativo neto negativo de G. 761 millones y un EBITDA de G. 1.639 millones, luego de la extorsión de la depreciación de los costos de mercaderías vendidas (G. 6.851 millones). Otros factores que han incidido y absorben todavía los resultados generados son los crecientes egresos financieros netos de G. 10.587 millones, que ha





contribuido a una pérdida neta al corte de Junio/2020 de G. 16.815 millones. En línea con lo anterior, ha registrado todavía indicadores anualizados de rentabilidad ROA y ROE negativos de -9,4% y -15,7%, respectivamente. Villa Oliva Rice, caracterizado por el rubro en el que opera, posee una estructura de financiamiento de muy corto plazo, exceptuando la deuda por compra de campo y la industria, generando de esta manera mayores cargos financieros a la empresa. Con lo anterior, los indicadores de deuda financiera anualizada/EBITDA (con el extornamiento de la depreciación de los costos de mercaderías y servicios de G. 6.851 millones) y cobertura de gastos financieros han sido de 274,1 veces y 42,0 veces.

Cabe señalar que hasta el cierre del ejercicio 2019 la operación de la Sociedad se encontraba gravada por el Impuesto a la Renta de Actividades Comerciales, Industriales y de servicios (IRACIS) y por el Impuesto a la Renta de Actividades Agropecuarias (IRAGRO), estas obligaciones tributarias fueron unificadas en una sola obligación, que es Impuesto a la Renta Empresarial (IRE) vigente a partir del 01 de enero de 2020 conforme a la Ley N° 6380 de Modernización y Simplificación del Sistema Tributario Nacional.

## **CAPITALIZACIÓN**

**Continua capitalización de sus accionistas con nuevos aportes, así como un reciente plan adicional para el acompañamiento de la zafra 2020/2021 y el fortalecimiento patrimonial, favorecidos también por resultados de traducción y tenencia contemplados por las normativas de IFRS**

Desde el inicio de sus operaciones, Villa Oliva Rice ha venido registrando 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. 234.922 millones (jun./2020). Cabe señalar que el capital integrado ha aumentado principalmente durante el año 2019, luego de la capitalización de aportes recibidos en los periodos 2018 y 2019, respectivamente. Adicionalmente, cuenta con un saldo de aportes para futuras capitalizaciones por G. 1.490 millones. Cabe señalar que también se ha registrado una reclasificación de aportes correspondiente a Admirable S.A., en línea con la venta de sus acciones.

Ante un escenario de fortalecimiento patrimonial, comercial y financiero, Rice Paraguay SA y Capital Inversiones SA están trabajando en el fortalecimiento de Villa Oliva Rice SA en cuanto a recursos propios se refiere. Hasta la fecha contamos con respaldo de la capitalización de un total de USD 1.687.500 de un monto total de USD. 5.000.000; dichos aportes iniciaron en agosto de 2020 y se prevé continúen hasta noviembre del 2020.

Asimismo, el estado de evolución del patrimonio neto, a partir del cierre de Dic/2019 ha registrado la incorporación de dos tipos de resultados integrales; por traducción y tenencia, la primera consiste en la diferencia de cambio originada por la conversión de los activos y pasivos a la moneda de presentación mientras que la segunda está directamente ligada a la cuenta de revalúo técnico para lo cual desde el 31/12/2019 dicha cuenta ha dejado de registrar saldo. Sin embargo, el nuevo efecto proviene de la traducción de los estados financieros desde la moneda funcional (dólares estadounidenses) a la moneda local (guaraníes).

Es decir, los otros resultados integrales comprenden al ajuste a valor razonable de propiedad, planta y equipo (cuenta de patrimonio Revalúo técnico) y la diferencia de cambio generada a partir del proceso de conversión de los estados financieros a su moneda funcional y su posterior traducción a la moneda de presentación resultado por traducción.

Además, se contempla el compromiso de sus accionistas de no distribución de utilidades generadas en los próximos años y hasta la amortización total de los bonos emitidos bajo el presente programa.

## **ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS**

**Mantenimiento e importante concentración de deuda financiera a corto plazo y necesidad de financiamiento de recursos de terceros, por fuera de su capitalización, con una baja cobertura todavía de deuda y de gastos financieros, incluso excluyendo la deuda por la compra de campo y la industria**

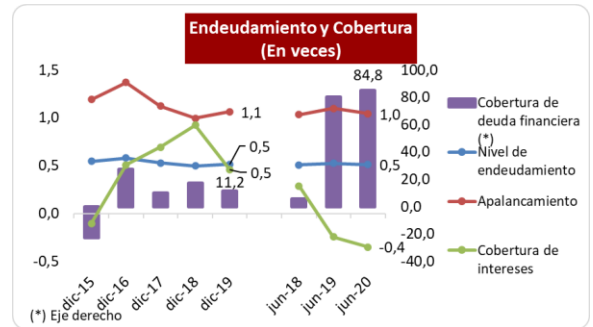
Villa Oliva Rice SA al corte de Junio/2020 ha registrado una deuda financiera total de G. 265.208 millones, 4,77% por encima al corte de Marzo/2020 y de 9,80% superior al cierre de Dic/2019. Los niveles de financiamiento de la empresa se han mantenido elevados y crecientes con relación a los recursos 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. Al corte de junio de 2020, ha presentado un nivel de endeudamiento de 0,51 veces respecto a sus activos totales (vs 0,54 veces de junio de 2019). Al respecto, este nivel ha venido mostrando una disminución paulatina desde el año 2019.

El 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.

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 hasta el corte a Junio/2020 ha sido amortizado en USD. 8.566.665, quedando un saldo de USD. 16.492.225, equivalente a G. 112.485 millones (T.C. 6.820,47). Cabe señalar que se encuentra en curso una venta de una parte de los inmuebles VORSA a RICE Paraguay por un valor de USD 21 millones, a fin pre-cancelar dicha operación de préstamo y reducir la deuda financiera en aproximadamente 50%. Dicha operación será efectivizada, previa aprobación y formalización por parte el Banco Itaú, a partir de la cual Rice Paraguay se haría cargo de dicha deuda.

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 39,25% de la deuda financiera restante, con un elevado costo de financiamiento.

Con todo, Villa Oliva SA ha registrado un saldo total de compromisos al corte de junio de 2020 de G. 364.012 millones, luego de un crecimiento interanual del 2,59%. El mismo ha estado conformado en un 72,9% (G. 265.208 millones) por deudas financieras, seguidas de obligaciones comerciales e ingresos diferidos. Respecto a las deudas bancarias, las mismas se encuentran distribuida en el corto y largo plazo en una proporción de 39,25%/60,75%. Ahora bien, el pasivo total de la empresa se encuentra concentrada en un 52,14% en obligaciones corrientes, mientras que el resto a largo plazo. Por todo esto, la empresa tiene prevista una nueva emisión en el mercado de valores, que le permitiría continuar en el proceso de reestructuración financiera de capital operativo de corto plazo y un calce por la baja generación de caja.



En lo que respecta al nivel de apalancamiento de la sociedad a junio del 2020 ha cerrado en 1,0 veces, levemente inferior al 1,2 veces a junio del 2019, la relación deuda total anualizada y Ebitda se encuentra en 274,1 veces, considerando un nivel de extornamiento de las depreciaciones de los costos de mercaderías vendidas, calculadas de forma adicional 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, 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. 761 millones) al corte de junio de 2020, su nivel de cobertura de intereses es de 0,1 veces, incluido el extornamiento de 6.851 millones. Asimismo, la cobertura del activo permanente se ha mantenido en un bajo nivel y relativamente estable, pese a la leve disminución en el patrimonio neto, por un lado, y considerando las continuas inversiones realizadas durante los últimos años. Así, dicho indicador ha sido de 0,77 veces, levemente inferior a su histórico de 0,78 veces.

Cabe resaltar, que la firma mantiene importantes deudas con garantía hipotecaria y prendaria con el Banco Regional por una línea de USD. 5.000.000, con el gravamen hipotecario de un inmueble. De la misma forma con el Banco Itaú, por la ampliación de líneas. Además, la firma ha constituido una codeudoría con la empresa Aerolink S.A, por una línea de crédito de USD. 777.710., para la compra de un avión agrícola de la empresa vinculada a la misma, a favor de AIR TRACTOR INC.

La sociedad cuenta con operación de crédito con accionistas, la cual está vinculada a la estructura de financiación para la compra de la propiedad que corresponde al centro de operaciones de la Sociedad. La misma está vinculada al flujo de caja de cada uno de los accionistas para el pago correspondiente de su cuota parte hasta el año 2024.

Además, por escritura pública ha celebrado un contrato de fideicomiso con Finexpar S.A.E.C.A., en concepto de garantía del programa de emisión de bonos. El valor contable de los mismos al 30 de junio de 2020 asciende a Gs. 41.460.933.294

## CALIDAD DE ACTIVOS

**Mantenimiento de un alto nivel de concentración de activos en bienes inmuebles y compromisos asumidos por la sociedad por la compra del campo, seguida de una ralentización en el recupero de IVA de parte de la entidad estatal a raíz de la pandemia**

Al corte de Junio/2020, sus activos totales han sido de G. 713.524 millones, esto ha representado una variación interanual del +8,81% y en una disminución del -1,66% con respecto al cierre de Dic/2019. Así también, los rubros más representativos; inventario y bienes de uso, han mostrado variaciones en los últimos períodos analizados. Cabe señalar que el stock de mercadería está clasificado por la calidad del grano las cuales son almacenadas tanto en sus distintos silos, al corte de Junio/2020 ha registrado un saldo de G. 66.103 millones, lo cual representa una disminución interanual del -17,86% como también una variación del 36,89% con respecto al cierre de Dic/2019. El fuerte acompañamiento del precio promedio del arroz ha incidido en la paulatina y continua rotación de inventario en lo que respecta a la zafra 2020/2021.

En cuanto a los bienes de uso de la empresa, ha estado conformado por inmuebles (71,51%) y el porcentaje restante, principalmente en maquinarias, silos y galpones, instalaciones y construcciones rurales. En la misma línea, el saldo de dicho rubro al corte de Junio/2020 fue de G. 455.735 millones lo cual ha representado un incremento del 4,21% con relación al cierre de Dic/2019. 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.

El rubro de créditos (G. 143.791 millones al corte de Junio/2020) se compone principalmente de cuentas a cobrar a socios o entidades vinculadas (G. 111.045 millones), la sociedad cuenta con operación de crédito con accionistas la cual está vinculada a la estructura de financiación para la compra de la propiedad que corresponde al centro de operaciones de Villa Oliva Rice SA. La misma está vinculada al flujo de caja de cada uno de los accionistas para el pago correspondiente de su cuota parte hasta el año 2024, así como la deuda de clientes por venta (G. 6.263 millones) y créditos fiscales (G.25.882 millones). Con relación a la modalidad de venta aplicado por Villa Oliva, aproximadamente el 90% 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 100% 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 por el 100% de la deuda a largo plazo.

Además, se señala la existencia de un nivel considerable de créditos fiscales levemente superior en 2,34% con relación a Dic/2019, que está compuesto principalmente por IVA exportador (91,79%), cuya gestión de recupero, desde diciembre del 2016, se realiza bajo el régimen general. Con respecto a las gestiones llevadas a cabo, por disposiciones de la SET a raíz de la pandemia, tanto el proceso de gestión y recuperación se han ralentizado por parte de la entidad estatal, 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. 66.103 millones, con una variación interanual de -17,86%, la misma está constituida por un importante volumen de productos terminados (89,73%), activo biológico en producción (7,53%) y, materiales, suministros y repuestos (2,74%).

Hasta el corte de Junio/2020, el inventario de arroz en cáscara que se encuentra en warrant (restringidas) como garantía de deudas bancarias, asciende a G. 11.946 millones mientras que al cierre de Dic/2019 el importe ha sido de G. 11.530 millones. 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 y por la emisión de bonos.

La empresa cuenta con una operación comercial muy limitada para operaciones a plazo, siendo las mismas de muy bajo porcentaje con relación al total.

Dentro de las operaciones de venta que por naturaleza no son comerciales ya que no se refiere particularmente a la comercialización de arroz, sino más bien vinculadas al movimiento agrícola (combustible / insumos agrícolas), las mismas se realizan con empresas que están prestando servicios para los procesos de siembra/cosecha y las mismas son compensadas finalmente contra el pago correspondiente por la contraprestación del servicio recibido.

## **LIQUIDEZ Y FONDEO**

**Ajustados niveles de liquidez y de flexibilidad financiera, con descalses en tramos, debido a la naturaleza de sus actividades y restricciones con el sistema financiero, con relación a las significativas inversiones en activos fijos y concentración de deudas a corto plazo, fuera de la deuda con el Banco Itaú**

La compañía ha mantenido una limitada posición de liquidez en los últimos años, así como al corte de Junio/2020, considerando los bajos niveles de disponibilidad para hacer frente a compromisos como los cheques diferidos emitidos y sobregiros bancarios. Cabe señalar que tanto proveedores como las entidades bancarias muestran predisposición para negociar, en buenos términos, con Villa Oliva Rice, posibles alternativas de pago con los primeros citados o pasando de una operación de sobregiro a una de préstamo con sus principales bancos. El continuo y sostenible plan de estructurar deuda de corto a largo plazo que está llevando a cabo la compañía podrá dotar de mayor soltura financiera por lo que se verá una importante recuperación en la composición de sus activos corrientes.

Asimismo, contempla los elevados montos de créditos fiscales por exportación, que requieren gestiones particulares para su recupero y una lenta realización principalmente por la SET, más aún a raíz de la pandemia.

En los últimos tres años, si bien el flujo de efectivo neto por actividades operativas de la empresa ha reflejado saldos positivos, y acompañados por emisión de bonos, 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 2020.

En cuanto a la relación entre sus activos corrientes y no corrientes, se ha mantenido en 19,24%/80,76% a junio de 2020, con un nivel de activos corrientes de G.137.258 millones, producto de la maduración de las operaciones vinculadas. Al corte de junio de 2020, sus activos corrientes se encuentran conformados por inventarios (48,16%), cuentas a cobrar a socios (25,91%), créditos fiscales (18,86%) y deudores por venta (4,56%), principalmente. Por otra parte, las disponibilidades han cerrado en G. 2.539 millones, con una participación mínima de 1,85%, con un saldo de sobregiros bancarios como pasivo corriente de G. 4.621 millones y cheques diferidos emitidos por G. 24.664 millones.

Con relación a sus pasivos, la relación de corto y largo plazo ha pasado de 53,20%/46,80% (junio 2019) a 52,14%/47,86% (junio 2020), 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. 189.809 millones al corte del primer semestre del 2020, 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 y otros préstamos a pagar) del 64,51%, inferior en 14,77% al mismo corte el año anterior.

Asimismo, los compromisos con los acreedores comerciales al corte de Junio/2020 representan 35,49% (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 (2,47%), constituido mayormente por anticipo de clientes locales y del exterior.

Con todo, sus pasivos corrientes al corte de Junio/2020 han mostrado un leve incremento interanual del 0,56% y en contrapartida sus activos corrientes han disminuido en 6,27%. Así, la firma ha cerrado con un capital de trabajo negativo, situación que se ha mantenido en los últimos cuatro años y hasta el primer semestre del 2020, cuyo saldo negativo ha sido de G. -52.551 millones versus G. -42.312 millones a junio de 2019. Esto a raíz del importante crecimiento de sus obligaciones con instituciones financieras, frente a variaciones poco significativas de los activos líquidos.

Continuando lo dicho en el párrafo anterior, el indicador de liquidez general se ha mantenido en una posición acotada de 0,72 veces al cierre de junio de 2020, inferior al mismo corte del 2019(0,78 veces), mientras que el índice de prueba ácida ha pasado de 0,35 veces a junio 2019 a 0,37 veces al primer semestre del 2020. Además, su nivel de dependencia de inventarios ha presentado un indicador de 1,8 veces, superior en 0,3 veces a lo registrado en junio de 2019 reflejando así el importante posicionamiento de recursos en bienes de cambio, que en parte 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.

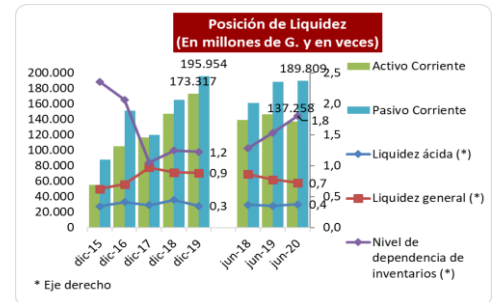
En ese sentido, la planificación financiera apunta a la venta de 9.000 ha de la compañía a uno de sus accionistas; Rice Paraguay SA, con la cancelación de USD 21 millones de deuda con Banco Itaú así también se reestructurarán USD 3 millones a 10 años con 2 de gracia para amortización de capital. Con el levantamiento de hipotecas post venta y cancelación de USD 21 millones, se consigue reestructurar el saldo remanente de las deudas a 10 años con mejores condiciones de tasa de interés (bancos locales, fondos del exterior o bolsa de valores). Se mantendrá un "roll over" de USD 2,8 millones de capital de giro y se disminuirá de manera gradual a partir del 2025.

## GESTIÓN Y ACTIVIDAD

**Las facturaciones de Villa Oliva Rice SA se encuentran orientadas a la exportación de productos de arroz, con un bajo nivel de financiamiento a clientes, pero sujeto a los periodos de entrega de mercaderías y documentos de embarque, con un ciclo operacional acorde a su tipo de actividad**

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, 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 de agosto/septiembre de un periodo y la cosecha en marzo/abril del siguiente periodo. No obstante, se comercializó el 100% del stock de arroz, sin embargo, producto de la limitada capacidad industrial y la tardía liberación del producto bajo garantía warrant, 12.000 tn. comercializadas recién pudieron facturarse a inicio del 2020.

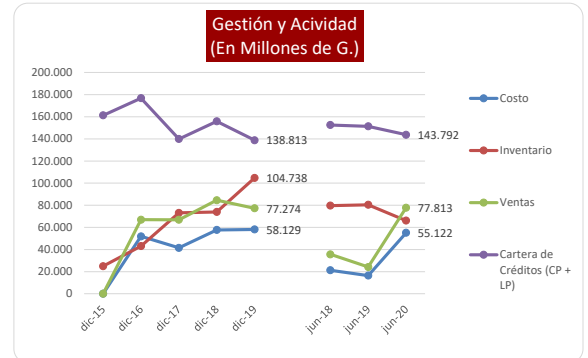
Al corte de junio de 2020, los ingresos por venta han registrado un valor total de G. 77.813 millones, lo cual evidencia un crecimiento de 222% interanual (vs. G. 24.157 millones a junio de 2019), principalmente por un mayor movimiento comercial y volumen de productos exportados, así como la mejora sustancial en los niveles de precios. Además, en línea con el movimiento de las ventas, ha registrado un aumento de los costos operativos, con lo cual el importe total de costos ha alcanzado G. 55.122 millones, que a su vez ha registrado un incremento de 194% de las ganancias brutas.



Por su parte, el saldo de inventario ha cerrado en G. 66.103 millones al último corte evaluado, inferior en (-17,86%) con respecto al periodo anterior, de los cuales G. 11.946 millones se encuentran respaldando operaciones de warrants, es decir, se encuentra comprometido con entidades financieras y no pueden ser comercializadas aún hasta su liberación. En tanto que, los créditos por venta de mercaderías han registrado una disminución interanual del saldo desde G. 8.187 millones hasta G. 6.263 millones, entre junio de 2019 y 2020, mientras que su indicador de rotación ha aumentado en dicho lapso, desde 2,5 veces a 9,8 veces. Esto ha conllevado a una disminución de los periodos de cartera de 73 días a 18 días. Cabe mencionar que la empresa muestra buena realización de sus cobranzas en el periodo analizado teniendo en cuenta que la compañía opera en un 90% contra pago anticipado. Cabe señalar que, para el cálculo, han sido excluidas las operaciones crediticias vinculadas, considerando que las mismas se relacionan a compromisos puntuales con 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.

Teniendo en cuenta lo mencionado, la compañía ha contemplado un índice de rotación de inventario que ha aumentado a 0,8 veces y un periodo de rotación que ha disminuido interanualmente desde 881 días hasta 216 días, entre junio de 2019 y 2020.

Con todo, su ciclo operacional (excluido sus operaciones vinculadas), ha disminuido interanualmente hasta 235 días versus los 953 días del cierre de junio 2019, lo que refleja un proceso más acelerado para la realización de la producción y comercialización del producto.



### FLUJO DE CAJA PROYECTADO- PERIODO SEP. A DIC. 2020/2030

La empresa ha proyectado un flujo de caja para el resto del ejercicio 2020 y el periodo 2021/2030 en dólares, que en nuestra opinión se prevé bajo un escenario positivo, de acuerdo a la continua evolución de los rendimientos de producción y sus niveles de ventas, así como de cobranzas por la exportación de arroz (commodity) y por servicios de flete para los siguientes periodos, con efectos favorables sobre sus calces operativos, y el manteniendo un "roll over" de USD 2,8 millones de capital de giro, disminuyendo de manera gradual a partir del 2025.

Para el efecto, ha tomado como base un saldo inicial de caja de USD 742.937,46, altamente relacionado a la emisión de bonos y correspondiente al final del ejercicio 2020 e inicio de 2021, siendo éste muy superior a lo registrado históricamente por la empresa. Cabe señalar que, al cierre de junio de 2020, el saldo de disponibilidades ha sido de G. 2.539 millones; equivalente a USD 373.746,65 con un tipo de cambio de G. 6.793,79.

No obstante, dentro de sus supuestos han contemplado un nivel promedio constante de precios para las ventas de 220 USD/Ton., monto considerable y conservador respecto a la cotización actual, que ha presentado un significativo incremento durante el tercer trimestre de 2020 ante las condiciones existentes en el mercado internacional, igualmente ha previsto el mantenimiento de su área de siembra en 8.000 hectáreas, pero con un efecto favorable a partir del supuesto de continuo aumento de sus rendimientos de la producción total anual. En este sentido, cabe señalar que eventualmente las condiciones extremas de temperaturas podrían incidir en el rendimiento de arroz, así como el estiaje existente, sobre todo considerando las bajas expectativas de lluvia en los próximos meses. En contrapartida, una baja nubosidad podría apuntalar el rendimiento de la cosecha de arroz.

Asimismo, ha considerado crecimientos anuales en la estructura de costos de ventas, en un promedio del 0,4% y 1%, respectivamente, en línea con el crecimiento de los ingresos por ventas, resultando así en calces positivos. Igualmente, ha incluido dentro de los supuestos, una mayor eficiencia por la racionalización de los costos y egresos operativos, a través de mejoras en acuerdos comerciales con sus proveedores, un crecimiento programado en un lapso de 2 años en la superficie de siembra. 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.

Un supuesto muy importante se refiere a que la compañía ha previsto la cancelación de USD 21 millones de deuda con el Banco Itaú durante el año 2020, unida a la venta de 9.000 hectáreas a la empresa Rice Paraguay S.A. y la restructuración de USD 3 millones a 10 años, con 2 años de gracia para amortización de capital, que se encuentra aún pendiente de la aprobación y formalización de la operación con el Banco Itaú. Con la pre-cancelación de la deuda prevista y significativa reducción de su deuda financiera, el levantamiento de hipotecas post venta, la empresa prevé restructurar el saldo remanente de las deudas con mejores condiciones de tasa de interés (bancos locales, fondos del exterior o bolsa de valores). En caso de que no se pueda realizar la operación, la empresa tendría que, al menos, refinanciar sus operaciones financieras.

Como fuente de financiamiento, ante las limitaciones existentes con el sistema financiero, ha previsto la capitalización e inyección de USD. 5 millones entre los meses de agosto y noviembre del presente ejercicio, a fin de acompañar las necesidades de capital operativo de la empresa para la siembra de la zafra 2020/2021. Hasta la fecha ha capitalizado USD. 1.687.500.

Adicionalmente, ha previsto recurrir a la emisión de USD. 1.500.000 correspondiente al saldo restante del PEG USD1, cuyo monto máximo asciende a USD. 6.500.000, pero que aún se encuentra restringida por la relación de cobertura de las garantías del fideicomiso y autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores. Cabe señalar que hasta la fecha ha emitido y colocado USD 5.000.000 en el mercado de valores de Paraguay. Asimismo, dentro del año 2020, ha considerado una nueva emisión, pero de corto plazo, entre los meses de octubre y noviembre del presente ejercicio por USD. 2.250.000, el cual se encuentra preliminarmente en proceso de estructuración.

Al respecto, la proyección realizada, contempla una importante dependencia de los recursos de terceros, principalmente vía emisión de los bonos de la Serie III del PEG USD1 y de corto plazo estimado para calzar su flujo de caja financiero y operativo en lo que resta del presente ejercicio. En caso de que la empresa no pueda emitir estos títulos y captar recursos, reflejaría un descalce de USD. 3.007.063, por lo que necesitaría la inyección de nuevos aportes de capital o refinanciación de sus obligaciones con terceros.

Por su parte, con relación a los egresos financieros, si bien estos se proyectan con una importante disminución, justificado por cancelaciones de importantes deudas financieras y la amortización de las series de su programa de emisión global USD1 en los años 2023 y 2024, no se ha podido visualizar la amortización de USD. 2.250.000 de nuevo PEG en los años 2021 y 2022.

Por lo expuesto, el flujo operativo elaborado, demuestra resultados muy positivos y con tendencia creciente durante el periodo proyectado, directamente relacionado con la evolución de rendimientos y sus facturaciones, la capitalización de recursos, la pre-cancelación prevista de la deuda con el Banco ITAU (campo +industria), aunque registran saldos ajustados en caja con relación a las cancelaciones de capital de los bonos emitidos en los años 2023 y 2024, 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 y el volumen creciente de sus operaciones, se encuentran sujetos a factores exógenos, como la variación del precio internacional del arroz, si bien actualmente se encuentra elevado, y a los riesgos de extrema condiciones climáticas, los cuales podrían tener una incidencia en sus ingresos previstos, así como en los niveles de endeudamiento y resultado final del flujo de caja proyectado. Adicionalmente, en nuestra opinión, un factor determinante de estrés en el presente ejercicio podría ser la no colocación total de recursos vía bonos, que pueden presionar sus obligaciones concentradas en el corto plazo.

FLUJO DE CAJA VILLA OLIVA RICE S.A.											
En Dólares Americanos											
Cuentas	Sep-Dic.2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>A. Ingresos por Ventas</b>	<b>3.966.000</b>	<b>17.820.000</b>	<b>17.820.000</b>	<b>18.040.000</b>	<b>18.040.000</b>	<b>18.260.000</b>	<b>18.480.000</b>	<b>18.700.000</b>	<b>18.920.000</b>	<b>18.920.000</b>	<b>18.920.000</b>
Exportación de arroz y flete	3.966.000	17.820.000	17.820.000	18.040.000	18.040.000	18.260.000	18.480.000	18.700.000	18.920.000	18.920.000	18.920.000
<b>B. Costo de Ventas</b>	<b>-6.407.804</b>	<b>-9.472.512</b>	<b>-9.405.120</b>	<b>-9.072.160</b>	<b>-9.072.160</b>	<b>-9.109.760</b>	<b>-9.212.960</b>	<b>-9.316.160</b>	<b>-9.350.560</b>	<b>-9.350.560</b>	<b>-9.350.560</b>
Costo de Producción-Arroz	-6.407.804	-8.828.352	-8.760.960	-8.428.000	-8.428.000	-8.465.600	-8.568.800	-8.672.000	-8.706.400	-8.706.400	-8.706.400
Alquiler de Campo	-	-644.160	-644.160	-644.160	-644.160	-644.160	-644.160	-644.160	-644.160	-644.160	-644.160
<b>C. Egresos Operativos</b>	<b>-353.000</b>	<b>-3.884.760</b>	<b>-3.884.760</b>	<b>-3.932.720</b>	<b>-3.932.720</b>	<b>-3.980.680</b>	<b>-4.028.640</b>	<b>-4.076.600</b>	<b>-4.124.560</b>	<b>-4.124.560</b>	<b>-4.124.560</b>
Gastos de Comercialización	-353.000	-3.884.760	-3.884.760	-3.932.720	-3.932.720	-3.980.680	-4.028.640	-4.076.600	-4.124.560	-4.124.560	-4.124.560
<b>D. Resultado de Flujo Operativo (EBITDA) (A+B+C)</b>	<b>-2.794.804</b>	<b>4.462.728</b>	<b>4.530.120</b>	<b>5.035.120</b>	<b>5.035.120</b>	<b>5.169.560</b>	<b>5.238.400</b>	<b>5.307.240</b>	<b>5.444.880</b>	<b>5.444.880</b>	<b>5.444.880</b>
<b>E. Ingresos Financieros</b>	<b>8.189.200</b>	<b>2.800.000</b>	<b>2.800.000</b>	<b>2.800.000</b>	<b>2.800.000</b>	<b>2.520.000</b>	<b>2.520.000</b>	<b>2.268.000</b>	<b>2.268.000</b>	<b>2.268.000</b>	<b>2.268.000</b>
Aporte de Capital	4.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Emisión de bonos - Serie III	1.500.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Emisión de Bonos - Programa Corto Plazo (Preliminar a Estructurar)	2.250.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Renovación anual Capital de Giro	439.200	2.800.000	2.800.000	2.800.000	2.800.000	2.520.000	2.520.000	2.268.000	2.268.000	2.268.000	2.268.000
<b>F. Egresos Financieros</b>	<b>-5.653.635</b>	<b>-5.873.715</b>	<b>-5.661.586</b>	<b>-8.449.457</b>	<b>-7.709.909</b>	<b>-5.427.984</b>	<b>-5.051.424</b>	<b>-4.955.647</b>	<b>-4.608.577</b>	<b>-4.514.142</b>	<b>-4.425.427</b>
Intereses y Gastos Financieros - Itau	0	-210.000	-210.000	-210.000	-210.000	-210.000	-210.000	-210.000	-210.000	-210.000	-210.000
Intereses y Gastos Financieros - Nueva Deuda Post Dación en Pago	-432.047	-798.461	-709.743	-621.025	-532.307	-443.589	-354.871	-266.154	-177.436	-88.718	0
Intereses y Gastos Financieros - Bonos	-130.891	-493.021	-369.610	-246.199	-184.493	0	0	0	0	0	0
Intereses y Gastos Financieros - Capital de Giro Operativo	-97.379	-104.836	-104.836	-104.836	-87.140	-78.426	-70.583	-63.525	-57.172	-51.455	-51.455
Amortización de Cuotas de Inversión - Itau	0	0	0	0	-428.571	-428.571	-428.571	-428.571	-428.571	-428.571	-428.571
Amortización de Cuotas de Inversión - Nueva Deuda Post Dación en Pago	-3.286.567	-1.267.398	-1.267.398	-1.267.398	-1.267.398	-1.267.398	-1.267.398	-1.267.398	-1.267.398	-1.267.398	-1.267.398
Amortización de Cuotas de Inversión - Bonos	0	0	0	-3.000.000	-2.000.000	0	0	0	0	0	0
Plan Anual de Renovación de Parque de Maquinas	0	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000	-200.000
Amortización Anual Capital de Giro	-1.706.751	-2.800.000	-2.800.000	-2.800.000	-2.800.000	-2.800.000	-2.520.000	-2.520.000	-2.268.000	-2.268.000	-2.268.000
<b>G. Saldo operacional de caja</b>	<b>-259.239</b>	<b>1.389.013</b>	<b>1.668.534</b>	<b>-614.337</b>	<b>125.211</b>	<b>2.261.576</b>	<b>2.706.976</b>	<b>2.619.593</b>	<b>3.104.303</b>	<b>3.198.738</b>	<b>3.287.453</b>
<b>H. Flujo inicial de caja</b>	<b>1.002.176</b>	<b>742.937</b>	<b>2.131.951</b>	<b>3.800.484</b>	<b>3.186.147</b>	<b>3.311.358</b>	<b>5.572.934</b>	<b>8.279.910</b>	<b>10.899.503</b>	<b>14.003.806</b>	<b>17.202.544</b>
<b>Saldo Final de caja (G+H)</b>	<b>742.937</b>	<b>2.131.951</b>	<b>3.800.484</b>	<b>3.186.147</b>	<b>3.311.358</b>	<b>5.572.934</b>	<b>8.279.910</b>	<b>10.899.503</b>	<b>14.003.806</b>	<b>17.202.544</b>	<b>20.489.997</b>

Fuente: Flujo de Caja proyectado de Villa Oliva Rice. Periodo Sep./Dic.2019 y de los próximos años 2021/2030



## 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. Sin embargo, dicho monto ha sido limitado para emisión de USD. 5.000.000 por parte de la Comisión Nacional de Valores, quedando un saldo restante y restringido hasta la fecha de USD. 1.500.000.

Dentro del presente programa, la empresa ha emitido y colocado 3 series en el mercado de valores, siendo la primera por USD. 3.000.000 y las dos siguientes de USD. 1.000.000 cada una, con lo cual ha alcanzado el monto total autorizado. 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 2023 y 2025.

Asimismo, los términos y condiciones individuales, relacionados a tasas de interés, formas de pagos de capital e intereses, entre otros, han sido 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.

Cabe señalar que el destino de fondos obtenidos mediante la emisión comprende el uso como mínimo del 70% para el reemplazo de la deuda de corto por 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.

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 MÁXIMO DEL PROGRAMA</b>	USD 6.500.000		
<b>MONTO AUTORIZADO Y COLOCADO</b>	USD 5.000.000		
<b>SALDO PENDIENTE RESTRINGIDO</b>	USD 1.500.000		
<b>SERIES EMITIDAS</b>	MONTO	TASA DE INTERÉS	VENCIMIENTO
1	USD. 3.000.000	8,25%	12/1/2023
2	USD. 1.000.000	9,25%	10/10/2024
3	USD. 1.000.000	9,25%	13/2/2025
<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 N° 5810/17 y en la Resolución BVPASA N° 1013/11		
<b>GARANTIA</b>	Garantía Fiduciaria de Inmueble.		
<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 inicial e USD 5.000.000, 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 N° 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 N° 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 una 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 Arrocera 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, por lo que el monto autorizado por la Comisión Nacional de Valores ha sido de USD. 5.000.000, con una relación de cobertura de 1,30 veces.

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 no mayor 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. 16.492.225. 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. A la fecha, dicha relación se encuentra por debajo del parámetro establecido.

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 deberá contratar un auditor interno, que evalúe permanentemente la estructura interna de riesgos y elevé informes de hallazgos a la administración. A la fecha, se ha evidenciado la contratación de un auditor interno, según lo establecido.
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. En este sentido, cabe señalar que la empresa ha registrado dos movimientos societarios, la primera en la que Admirable S.A. ha vendido su participación a Eladia S.A., quedando con el 50% de las acciones, posteriormente, Eladia S.A. vende su participación a Rice Paraguay S.A., que finalmente concentra el 80 del paquete accionario.
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. Este ha sido mitigado por la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), mediante el cual la empresa ha adoptado como moneda funcional el dólar estadounidense y su traducción en guaraníes, mitigando con ello las exposiciones cambiarias.

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, si bien la empresa no cuenta aún con otros inmuebles libres de gravámenes para la reposición o aumento de la relación ante eventuales requerimientos, con la pre-cancelación de la deuda con el Banco

Itaú, podrían liberarse los inmuebles garantizados, y al menos estarían disponibles la parte que no sería vencida a Rice Paraguay S.A.

## ANEXO I

NOTA: El Informe ha sido elaborado con base a los estados contables anuales auditados correspondientes a los periodos cerrados desde 2014 al 2019, y de los cortes trimestrales no auditados de junio de 2020, con su comparativo de junio de 2019, 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 2019.
2. Estados financieros trimestrales no auditados de junio de 2020, y comparativos elaborados de junio de 2019.
3. Flujo de Efectivo no auditado de los cortes interanuales de junio de 2019 y 2020.
4. Estados financieros anuales al cierre del ejercicio 2019 y preliminares no auditados de junio de 2020 de los accionistas institucionales: Rice Paraguay S.A y Capital Inversiones 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. Composición actualizada de clientes.
8. Acuerdo de capitalización de USD. 5.000.000.
9. Venta de acciones de Admirable S.A. a Eladia S.A., así como la venta de Eladia S.A. a Rice Paraguay.
10. Acta de asamblea ordinaria de accionistas, donde se ha establecido una nueva composición del directorio, con la incorporación de un presidente de más de 30 años de experiencia en la alta dirección.
11. Acuerdo para la venta de 9.000 hectáreas de Villa Oliva Rice a Rice Paraguay, unido a la operación de pre-cancelación de deudas con el Banco Itaú por USD. 21.000.000.
12. Detalles de las inversiones realizadas en la industria, capacidad productiva y de almacenamiento de arroz.
13. 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.
14. Composición y participación accionaria de Villa Oliva Rice S.A. y política de capitalización hasta el 2025.
15. Composición y gestión del directorio y análisis de la propiedad de Villa Oliva Rice S.A.
16. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de sus operaciones de las empresas relacionadas.
17. Flujo de caja proyectado de Villa Oliva Rice S.A. Período 2020/2030.
18. 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. Cambios en la estructura de la propiedad y en el directorio de la empresa.
4. Estructura del pasivo, para determinar la situación de los compromisos y características de fondeo, así como de la flexibilidad financiera.
5. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad de sus desempeños, así como de la proyección de sus planes de negocios.
6. Desempeño histórico de la empresa respecto a temas comerciales y financieros.
7. Entorno económico y segmento de mercado, así como la situación de los mercados de destino de sus exportaciones.
8. Flujo de caja proyectado, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.
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° 06/19.

**Fecha de primera actualización de la calificación:** 28 de septiembre de 2020.

**Fecha de publicación:** 1 de octubre de 2020.

**Corte de calificación:** 30 de junio de 2020.

**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 2° 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>	pyBB	<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 06/19 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:**

**Marcos Rojas**  
**Analista de Riesgos**