

Cooperativa Chortitzer Ltda.

Factores relevantes de la calificación

Asignación de calificación: FIX (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – asignó la calificación de cooperativa a Cooperativa Chortitzer Ltda. (Chortitzer) en AApy Tendencia Estable considerando su muy buen perfil operativo, con elevada escala de operaciones y márgenes operativos estables junto a una buena generación de flujos operativos, derivados de la integración y complementariedad entre los segmentos de negocios en los que participa, a pesar de concentrar sus ingresos en negocios cíclicos y con alta exposición al riesgo climático. A su vez, la calificación contempla la trayectoria y el manejo financiero conservador reflejado en el su bajo apalancamiento, buenas coberturas e historial de rentabilidad junto a un adecuado nivel de solvencia en función de las recurrentes capitalizaciones de resultados. Adicionalmente la calificación tiene en cuenta la flexibilidad operativa y financiera demostrada los últimos años para sobrellevar momentos de estrés como los ocurridos los años anteriores con el incendio del frigorífico, la pandemia y la sequía. Hacia adelante FIX estima que la cooperativa se encuentra fortalecida para continuar su política de crecimiento en un contexto económico normalizado manteniendo sólidas métricas crediticias.

Buen perfil operativo: Chortitzer realiza diversas actividades relacionadas al sector agropecuario con un elevado grado de integración y complementariedad, abarcando varias etapas en la cadena de valor, desde producción, distribución hasta su comercialización, lo que le ha significado márgenes de EBITDA bajos pero estables, en torno al 6% los últimos años. El fuerte relacionamiento que mantiene con sus proveedores, siendo socios en una alta proporción, le permite amortiguar con mayor flexibilidad los impactos propios de industrias cíclicas. A su vez, la cooperativa mantiene una elevada escala de operaciones, con ingresos que habrían llegado en 2022 a los Gs 4 billones (+de USD 550 millones), siendo una de las mayores cooperativas de producción, con exportaciones en torno al 25% de los ingresos y un buen posicionamiento competitivo en la industria cárnica y láctea.

Demostrada resiliencia operativa: A pesar de tener concentradas sus operaciones productivas y los principales proveedores en una zona geográfica, y estar expuesta al riesgo climático, la compañía ha mostrado buena generación de flujos aunque volátiles en función a los negocios en donde actúa, y la alta necesidad de capital de trabajo. La compañía pudo sobrepasar adecuadamente eventos críticos que afectaron la operatoria normal de negocios, como el incendio del frigorífico, la pandemia y la sequía. FIX entiende que hacia adelante la cooperativa se encuentra en una posición más cómoda para enfrentar los desafíos en un contexto de negocios menos complicado.

Buenas métricas crediticias: Históricamente Chortitzer ha obtenido resultados netos positivos, que a través de las capitalizaciones de los mismos le permitieron mantener niveles de solvencia elevados, bajos niveles de apalancamiento y elevadas coberturas de intereses. Por su parte, la cartera de créditos se ha mantenido altamente atomizada con bajos niveles de morosidad, aunque está concentrada en pocos segmentos de actividad. FIX considera que el mayor nivel de deuda esperado para financiar sus inversiones, es manejable a pesar de mayores ratios de apalancamiento, que se espera no superen 2.5x el ratio Deuda Financiera a EBITDA. Por su parte, si bien las captaciones de ahorros se mantienen concentradas en cuentas corrientes, las buenas tasas otorgadas, mayores a inversiones comparables, sumado a los otros incentivos y beneficios que brindan a sus socios minimizan el riesgo de no renovación (salida de depósitos) y tasa, lo que se ve reflejado en la estabilidad histórica que ha mostrado en el pasado.

Buen gobierno corporativo: Chortitzer mantiene un esquema de manejo corporativo adecuado que fomenta la transparencia y control, mediante un estatuto y diferentes manuales que limitan la discrecionalidad y accionar del management sin pérdida de flexibilidad en la gestión, a la vez que incentiva la participación de los socios en las decisiones importantes. Adicionalmente, los sistemas de capitalización individuales refuerzan los incentivos para la permanencia de los socios dentro de la cooperativa lo que se ve reflejado en la baja tasa de desafilaciones. Por su parte, la tecnología utilizada en los sistemas de información, permiten una muy buena calidad de información, con gran nivel de desagregación que facilita la evolución de riesgos y gestión de los mismos dentro de la cooperativa.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	AApy
Tendencia	Estable

Resumen Financiero

Cooperativa Chortitzer Ltda

Millones Gs	31/12/2022	31/12/2021
Total Activos	3.364.035	3.050.525
Deuda Financiera	402.818	240.474
Ingresos	3.950.121	3.463.084
EBITDA	203.275	202.484
EBITDA (%)	5,1	5,8
Deuda Total/EBITDA	2,0	1,2
Deuda Neta Total / EBITDA	1,7	0,9
EBITDA/Intereses	10,7	15,7

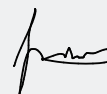
Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos de Cooperativas,
 Registrado ante la Comisión Nacional de Valores,
 Paraguay.

Analistas



Analista Principal
 Martín Suárez
 Analista
martin.suarez@fixscr.com
 +54 11 5235 8138



Analista Secundario
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
 +54 11 5235 8171

Sensibilidad de la Calificación

La calificación contempla que la cooperativa pueda continuar manejándose de forma prudente manteniendo buenas métricas crediticias a pesar del mayor endeudamiento esperado, por lo que niveles de apalancamiento superiores a 3x de Deuda Financiera a EBITDA, con coberturas menores a 2x, y un crecimiento de créditos que no sean acompañados por mayores captaciones a plazo podrían significar bajas en la calificación.

Una mayor diversificación geográfica que minimicen los riesgos climáticos, mayor proporción de ahorros de largo plazo podrían derivar en subas de calificaciones.

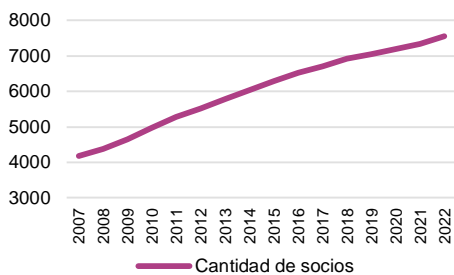
Liquidez y Estructura de Capital

Buena posición de liquidez con buen acceso a financiamiento: La cooperativa ha mostrado manejarse con buen nivel de liquidez, con disponibilidades que cubrían el 100% de la deuda de corto plazo. Si se consideran las disponibilidades y la generación de EBITDA, la cobertura sobre la deuda financiera corriente superó las 3.5x. Esto se debe en parte a que la deuda financiera ha estado mayormente concentrada en el largo plazo, en un 75% promedio. A su vez, la vez que mantiene líneas de crédito con diferentes entidades financieras, especialmente la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), además de los principales bancos de Paraguay.

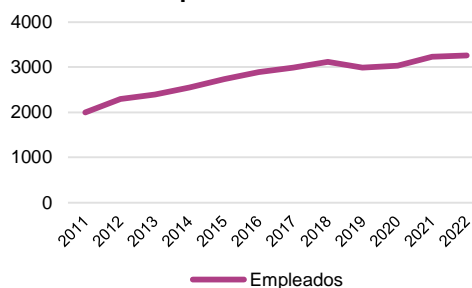
Perfil del Negocio

Cooperativa Chortitzer Ltda. (Chortitzer) es constituida formalmente en el año 1962. Tiene a su cargo el fomento del desarrollo socioeconómico de más de 7.500 socios (7552 al cierre de diciembre 2022) y cuenta con más de 3.200 (3252 a diciembre 2022) colaboradores, brindándoles todos los servicios en los sectores de producción, procesamiento y venta de productos en el mercado local, nacional e internacional. La cooperativa se esfuerza para realizar la industrialización y comercialización de los productos agrarios de los socios. Según el estatuto, todos los socios tienen el derecho y la obligación de comercializar sus productos a través de su cooperativa.

Cantidad de Socios



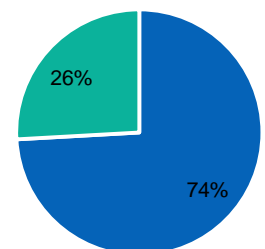
Cantidad Empleados



Chortitzer cuenta con una amplia gama de negocios entre los que podemos citar: producción de carne, leche y balanceados, otorgamiento de créditos, comercialización de productos agrícolas, supermercados, estaciones de servicio, ferretería y construcción, repuestos, librería, farmacia, veterinaria y accesorios de ordeño, venta de motos, vehículos y maquinarias. Ha logrado un importante posicionamiento en los mercados donde opera, en las localidades de Loma Plata, en otros distritos del Chaco Paraguayo y diferentes zonas del país, así como en el exterior.

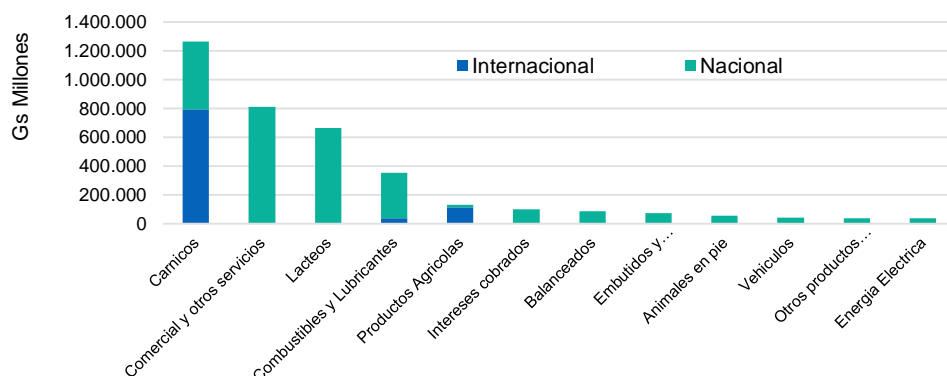
A diciembre 2022, los ingresos provenientes del mercado local fueron del 74% mientras que los ingresos provenientes del mercado internacional fueron del 26%. De las exportaciones, un 84% fueron por productos cárnicos, un 12% por productos agrícolas, un 4% de productos lácteos y una leve participación de mercaderías y otros servicios.

Ventas según mercado



■ Nacionales ■ Internacionales

Ventas por segmento y mercado



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

Sus principales productos son cárnicos y lácteos. Chortitzer lleva a cabo la comercialización a través de sus centros de distribución y red de salones de venta, ubicados estratégicamente en el territorio nacional. Adicionalmente, comercializa, entre otros productos, combustibles y lubricantes en estaciones de servicios propias bajo el emblema de ECOP, a la vez que también tiene participación en la compañía ECOP S.A.

En tanto, el complejo industrial abarca las instalaciones y actividades de acopio de productos agrícolas, desmote de algodón, producción de aceites y derivados de la madera de palo santo, fábrica de balanceados y laboratorio de control de calidad. El abastecimiento se da a través de productores del Chaco y comunidades productoras.

Por otra parte, cuenta con una usina eléctrica, para mitigar las eventuales faltas de energía eléctrica de usuarios de la zona, y con equipos de construcción, reparación y mantenimiento de líneas. Adicionalmente, cuenta con “Cabaña Tamyca”, un centro de genética en el cual se llevan a cabo pruebas de producción de carne y leche.

La Cooperativa brinda servicios financieros de ahorro y crédito a sus asociados con modalidades de ahorro a la vista (cuenta corriente mercantil) y a plazo, y préstamos para el financiamiento de actividades productivas mediante líneas de crédito, créditos de desarrollo, préstamos para la producción, para iniciantes, créditos vía la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), mediación de hacienda, entre otros. Sus servicios financieros se concentran en su casa central ubicada en Loma Plata, departamento de Boquerón, además de su red de dependencias en distintas localidades del Chaco paraguayo y Asunción.

Por su parte, la administración y propiedad del rubro de farmacia se ha traspasado a la Asociación Civil Chortitzer Komitee, la cual, constituye una organización sin fines de lucro prestando servicios educativos, de salud, trabajo social, seguridad y asistencia a asociados, por medio de un sistema mutual de contribuciones en la que mantienen una administración común.

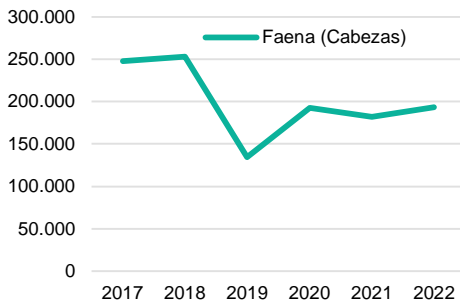
Productos Cárnicos (34% de los ingresos en 2022):

El segmento cárnico representa la mayor generación de ingresos concentrando el 63% en el mercado internacional, en el cual se destacan Chile (60%), Uruguay (14%) y Taiwan (13%) entre más de 15 países destino. En 2022 ocupó el tercer lugar con el 9% de la faena de Paraguay. Este segmento se encuentra en recuperación luego del siniestro (incendio) en 2019 que había afectado de forma importante las instalaciones del Frigorífico FrigoChorti. No obstante, antes del siniestro, el sector cárnico tenía una participación del 43% de la facturación de la Cooperativa. Al respecto, la reconstrucción de la parte del frigorífico que fue destruida por el siniestro, fue terminada y puesta en marcha en el mes de noviembre 2022. La inauguración de la reconstrucción fue realizada en febrero de 2023.

La faena de animales también resultó afectada por el siniestro. Sin embargo, en 2022 FrigoChorti ocupó el tercer lugar con una participación del 9,1% de la faena de Paraguay registrando 193.514 cabezas sobre un total de 2.122.795. Si bien, la recuperación se encuentra en proceso y los precios internacionales continúan favorables, el sector se encuentra expuesto a condiciones climáticas relacionadas a la sequía, impactando en los costos de producción y precios de venta.

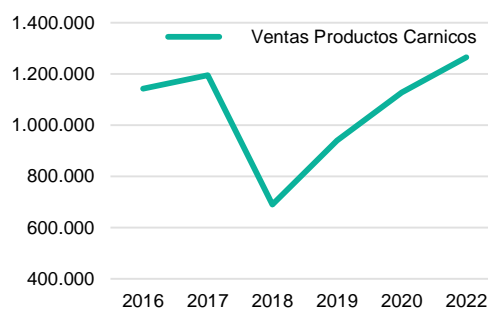
La Cooperativa Chortitzer vende sus productos cárnicos como productos lácteos en los 21 salones y a través de 25 distribuidores terceros y 3 distribuciones propias en el interior de Paraguay. En cuanto al abastecimiento, FrigoChorti se provee principalmente de socios mayoritariamente (57% en 2022), otras cooperativas (13%), y en menor medida, de establecimientos propios de la cooperativa. La Cooperativa posee certificación de seguridad alimentaria basada en normas internacionales.

Faena (Cabezas)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Productos Carnicos (Gs MM)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

[Handwritten signature]

En 2022, el sector cárnico fue marcado por precios bastante estables. A pesar de que la sequía persistió en muchas partes hasta el final del año, muchos productores habían podido hacer reserva de forraje durante los meses de verano. Tanto la venta nacional como también la exportación de carne se desarrolló favorablemente, con buenos precios. En tanto, el cambio estable de la moneda estadounidense favoreció el resultado del sector cárnico, por lo que se procedió a realizar un pago en concepto de pago de menos en los meses de agosto y diciembre respectivamente para los animales acopiados de socios y no socios.

Operaciones

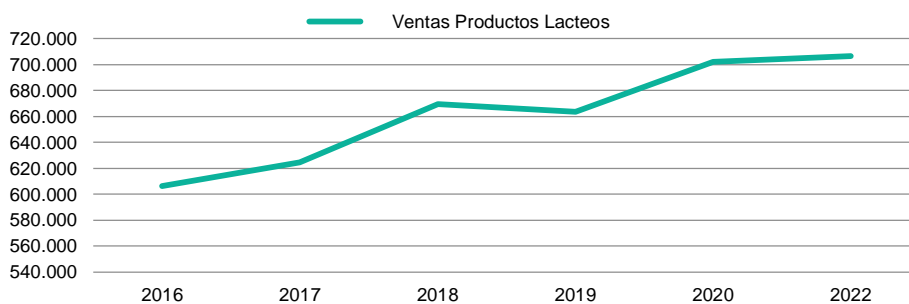
Productos Lácteos (19% de los ingresos en 2022):

El segmento de lácteos es el segundo con mayor generación de ingresos concentrando el 5.7% en el mercado internacional, en el cual se destacan Bolivia (48%) y Holanda (32%) entre 6 países destino. No obstante, la presión de costos de producción limita la capacidad para obtener mayores resultados.

El abastecimiento proviene del acopio 485 productores, así como de alianzas con otras Cooperativas para la provisión de leche. Chortitzer otorga financiamiento, presta asesoramiento y servicio técnicos a los productores acompañando el proceso productivo y se ocupa del marketing, distribución y comercialización.

Chortitzer cuenta con 21 salones de venta y la gestión comercial se concentra en su centro logístico en Mariano Roque Alonso, Departamento Central, con una amplia variedad de productos lácteos de la marca Trébol, con sólido posicionamiento en el mercado, así como en CDE, C.Oviedo y Cambyreta con centros de distribuciones regionales. En cuanto a la participación de mercado, en 2022 Trébol ocupó el segundo lugar concentrando el 34% de la venta en Paraguay.

Productos Lácteos (Gs MM)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

En 2022, muchos productores de leche sufrieron grandes pérdidas debido a las condiciones climáticas adversas y los precios elevados de forrajes balanceados. En tanto, fue creado un comité para el fomento de la producción, para desarrollar estrategias para mantener estable a la producción de leche, e inclusive aumentarla en lo posible. Además, fueron creadas y ofrecidas líneas de créditos especiales para el apoyo de los productores de leche. El precio de leche cruda fue mantenido en forma estable, y al final del primer y segundo semestre fue realizado un pago adicional a los productores.

Estaciones de Servicios (11% de los ingresos en 2022):

Chortitzer también comercializa combustibles y lubricantes en estaciones de servicios con emblema de ECOP que son propiedad de la cooperativa. Emprendimientos Comerciales y Productivos (ECOP S.A.), cuenta con 9 estaciones de servicio. Actualmente, la línea de negocios también incluye gas licuado de petróleo.

Servicios financieros de ahorro y crédito (4% de los ingresos en 2022):

Chortitzer brinda servicios financieros de ahorro y crédito a sus asociados. Realiza una gestión crediticia que incluye la concesión de crédito, captación de ahorros, servicios de cuenta corriente mercantil, y las operaciones relacionadas a ellas, de acuerdo con los lineamientos de su manual de créditos. El Consejo de Administración es el encargado de definir las condiciones y características de las líneas de crédito y los préstamos son administrados por el departamento de Créditos, Ahorros y Cuentas, con dependencia de la Gerencia General.

Las autorizaciones y aprobaciones pasan por los analistas y oficiales de crédito, el Gerente del Departamento de Créditos, Ahorros y Cuentas, y el Comité de Créditos, conformado por miembros del Consejo, de la Junta de Vigilancia y gerentes. El nivel de aprobación de créditos del Gerente del departamento de Créditos, Ahorros y Cuentas va hasta el 30% del capital del productor o hasta 30% de sus ingresos del año anterior. Para montos mayores, la evaluación es realizada por el Comité de Créditos. En cuanto a la gestión de cobranzas, la misma se encuentra a cargo del departamento de Créditos, Ahorros y Cuentas, y posee la modalidad de debido automático de las cuentas de los prestatarios. La Cooperativa registra un bajo nivel de morosidad y refinanciamientos respecto al total de su cartera, y para los casos morosos, se evalúan de forma individual las alternativas de solución, con la ejecución de casos aislados de Codeudoría luego de los 90 días de vencimiento, además de la posibilidad de constitución de garantías hipotecarias de inmuebles.

En tanto, Chortitzer constituye fondos para minimizar la exposición a los riesgos de sus operaciones, incluyendo fondos para previsión de incobrables, para diferencia de cambios y para futuras contingencias, entre otros.

Otros segmentos representativos

Chortitzer cuenta con una amplia gama de segmentos adicionales como supermercados, que cuenta con 5 sucursales (22% de los ingresos en 2022) y productos agrícolas (6% de los ingresos en 2022).

Costos

La cooperativa cuenta con una estructura de costos pesada. A diciembre 2022 el CMV sobre ventas representaba el 80% mientras que los gastos de administración y comercialización representaban el 16%, destacándose sueldos (31%), fletes nacionales e internacionales (17%) y mantenimiento (9%). Si bien, la cooperativa ha ido disminuyendo los gastos de administración y comercialización desde 2017, los mismos han sido absorbidos por incrementos en los costos de ventas.

Posición competitiva

Chortitzer es una de las dos cooperativas de producción más grandes de Paraguay, con una diversificada línea de negocios, registrando a diciembre 2022 el mayor Patrimonio neto, de Gs 1.394.722 millones. Cuenta con buen posicionamiento y amplia trayectoria en la zona de influencia, siendo referente entre las cooperativas de producción del sector, manteniendo una elevada solvencia, con una continua política de fortalecimiento patrimonial.

Estrategia del Management

El objetivo principal de la cooperativa es favorecer y promover el desarrollo socio económico de sus socios, para lo cual se planea continuar incrementando la cantidad y calidad de servicios que la cooperativa ofrece a sus afiliados.

Chortitzer contempla el fomento de la producción a través de créditos adaptados al mercado, intermediación de fincas, visitas y asesoramiento a productores, estudios de mercado para el análisis e implementación de nuevas líneas de producción, construcción, ampliación y mantenimiento de



fábricas y plantas de procesamiento, la formación de profesionales mediante capacitaciones y acompañamiento a estudiantes, adquisición e implementación de tecnología en la producción y fomento de la investigación. Adicionalmente, incorpora el apoyo y desarrollo de estrategias de producción sustentables, diferenciadas y competitivas, así como la urbanización de zonas rurales, desarrollo de estrategias de ventas, y el fomento y mantenimiento del sistema de créditos productivo, en adición a la compra de terrenos nuevos para la ganadería y agricultura, y otras acciones.

En 2022 se continuó dando asesoramiento en la producción, intermediación de maquinarias y la concesión de créditos de fondos propios de la cooperativa y de otros fondos, liquidación de sus impuestos ante el estado paraguayo, etc.

Administración y calidad de los accionistas

La estructura organizacional de Chortitzer se encabeza por la asamblea general de socios, quienes designan a los miembros del Consejo de Administración, la Junta de Vigilancia y el Tribunal Electoral Independiente. En la asamblea de 2021, han sido electas nuevas autoridades conforme al término del periodo de mandato de los dirigentes anteriores. Los cargos cuentan con una duración de 4 años de mandato, pudiendo ser reelectos por un periodo más.

Al respecto, el Consejo de Administración se compone de un presidente, seis miembros titulares y seis suplentes, la Junta de Vigilancia se constituye por un presidente, un vocal y un secretario, con sus respectivos miembros suplentes. El Tribunal Electoral Independiente se conforma por tres miembros titulares y tres suplentes.

El Consejo de Administración eleva anualmente a la asamblea deliberativa la memoria, informes y estados financieros, dictámenes de la Junta de Vigilancia, presupuestos generales, planes de trabajo, propuestas de distribución de excedentes y otra información para consideración y aprobación. Respecto a las demás funciones del Consejo, estas contemplan el desarrollo de planes estratégicos, financieros y sociales de la Cooperativa, así como planes de inversión y capitalización, además de la admisión de socios, designación de auditores externos, celebrar contratos y alianzas cooperativistas. La Asociación Civil Chortitzer Komitee tiene el mismo consejo de administración.

Riesgos del sector

El sector de las cooperativas de producción tipo A registró una recuperación en el 2021. Los excedentes aumentaron 27,9% arrojando Gs 419.975 millones a diciembre 2021. En tanto, los créditos aumentaron 3,6% en el 2021 registrando Gs 6,92 billones, mientras que los activos se incrementaron 11,9% con Gs 17,76 billones y los pasivos aumentaron 13,0% con Gs 11,60 billones.

El mercado masivo mundial de carne se encuentra dominado por grandes empresas (JBS, Tyson, Marfrig, BRF). La rentabilidad de la industria es considerada volátil y depende de la evolución de la oferta y demanda de carne, y está sujeta a factores climáticos, y al nivel de consumo per cápita. La industria cárnica es de uso intensivo de capital operativo, considerando que debe sostener el descalce entre su ciclo operacional (ventas y cobranzas) con el de pagos a proveedores. Además, factores de riesgos como las fluctuaciones en el precio de la carne o en el tipo de cambio, factores climáticos, fitosanitarios, políticos, logísticos y/o en las regulaciones, podrían afectar sus ventas y/o eventuales ingresos y, en consecuencia, sus niveles de liquidez.

FIX espera un leve crecimiento en el consumo per cápita de carne vacuna, siguiendo la tendencia del 2022. Históricamente el consumo per cápita ha mostrado cierta estacionalidad y normalmente ha fluctuado entre 30y 35kgs.

Las exportaciones paraguayas de carne bovina cerraron 2022 con récord histórico en volumen y facturación, con un total de 374.300 toneladas y USD 1.816 millones. Las ventas, en toneladas, se incrementaron 5.13% en comparación con el año 2021. Los valores en dólares superaron 2021 en 10.8%.

La producción anual de carne bajó 1,5%, pasando de 522.454 toneladas en 2021 a 514.971 en 2022. La caída fue menor en relación a la faena, dado que se registró un mayor ingreso de animales de corral.

FIX espera que a nivel nacional, la faena en 2023 sea algo inferior a la de 2022 y que las exportaciones se mantengan levemente por encima con respecto al año 2022, manteniendo los principales destinos de exportación como Chile, Brasil, Taiwán y la Unión Europea.

Por su parte, la rentabilidad y la generación de fondos de los productores de lácteos se encuentran correlacionadas con la evolución de la oferta mundial de leche fluida y leche en polvo en un mercado competitivo en precios aunque con una demanda que presenta menor elasticidad que la mayoría de los

commodities. Los precios internacionales han mostrado desde 2016, una oscilación en torno a los USD 3.000 la tonelada. Durante 2021, los precios internacionales de la leche en polvo entera (más del 80% de las exportaciones) presentaron un valor promedio de USD 3.460 por tonelada y, a junio 2022, llegaron al pico de USD 4.420. No obstante, la tendencia actual es bajista con valores a enero 2023 cercanos a USD 3.700.

En 2022 la venta de productos lácteos y cárnicos en general fue muy buena, los productos agrícolas y de carne vacuna alcanzaron precios récord, que a su vez tuvo un impacto positivo para los productores. A consecuencia de los precios altos de granos aumentaron también los precios de forrajes balanceados, por desventaja de los productores de leche. La escasez de agua a causa de la sequía prolongada se convirtió en un desafío mayor. En los meses noviembre y diciembre fueron registradas buenas precipitaciones en algunas zonas, que sirvieron para la recuperación de las pasturas en mencionadas zonas.

Factores de riesgo de la compañía

- Segmento cárnico: Exposición a la volatilidad del precio de la carne. Volatilidad de los márgenes dado por los precios del principal insumo. Alta exposición al ciclo de negocio ganadero. Ingresos y márgenes del segmento expuestos a factores climáticos inciertos.
- Segmento lácteo: Exposición a la volatilidad en los precios internacionales de la leche. Aprovisionamiento de materia prima: El volumen de remisión de leche se encuentra influenciado por condiciones ajenas al control de la cooperativa como factores climáticos.
- Cambios en normas arancelarias de los países demandantes y/o dificultades sanitarias que puedan quitarle mercados de exportación.

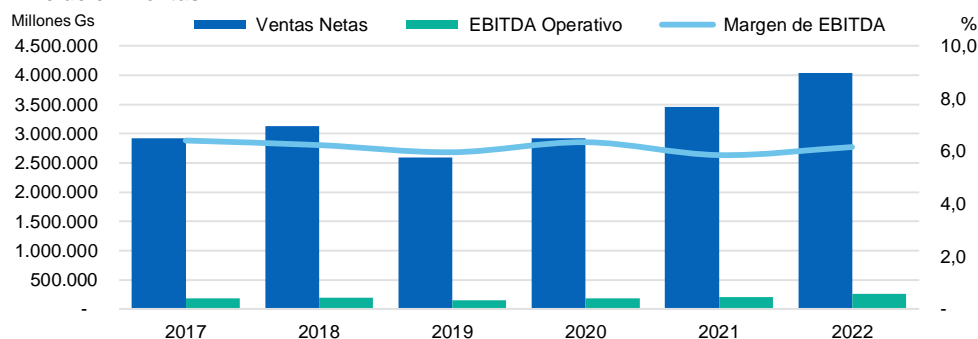
Perfil Financiero

Rentabilidad

Chortitzer ha mostrado históricamente un nivel de ventas elevado, de los mayores entre las cooperativas de producción, derivado de la mayor variedad de actividades que abarca y su buen posicionamiento competitivo en muchas de ellas.

La cooperativa registró ingresos crecientes en los últimos tres años luego de la retracción en el año 2019 como consecuencia de las condiciones climáticas negativas y el siniestro ocurrido en el frigorífico. A diciembre 2022, los ingresos se han incrementado un 14% impulsado por el crecimiento en el sector de productos cárnicos, supermercados, combustibles y balanceados, registrando Gs 3.950.121 millones y arrojando un EBITDA de Gs 203.275 millones con un margen del 5,1%, alineado con el promedio de los últimos cinco años en torno al 6%. La diversificación en líneas de negocios de la Cooperativa permite atenuar efectos negativos de determinados sectores en periodos adversos.

Evolución Ventas - EBITDA



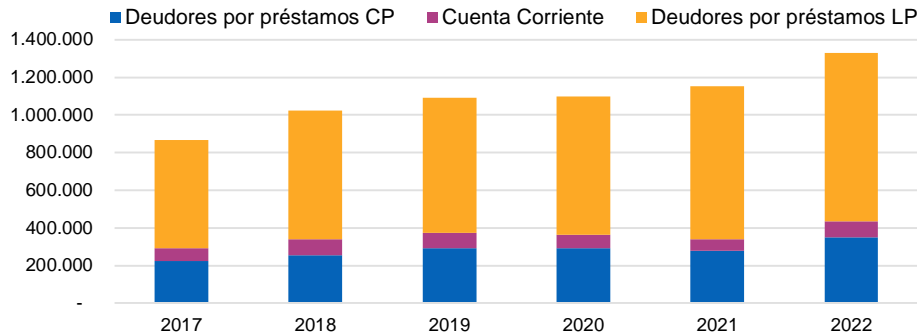
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Riesgo de crédito

Chortitzer ha incrementado sustancialmente la cartera de créditos otorgados a sus socios, los que han representado los últimos años el 40% de su activo. Sin contar la cartera refinanciada, de los créditos

otorgados, más del 90% corresponden a préstamos y el resto a créditos en cuenta corriente, representando los créditos de largo plazo más del 66%, mientras que los de corto plazo un 26%.

Cartera de créditos

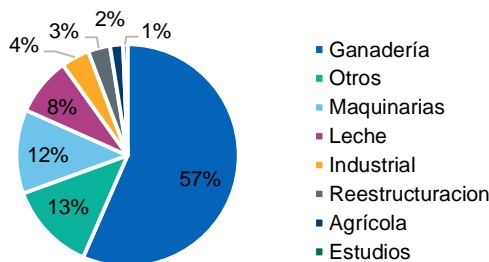


Fuente: FIX en base a información de la compañía. No incluye cartera refinanciada.

Se destaca que más del 80% de los préstamos son para producción y un 15% aproximadamente es para consumo, el cual incluye préstamos para vivienda.

Los últimos años la cooperativa ha presentado muy bajos niveles de morosidad, a la vez que mantiene una política de constitución de provisiones adecuada.

Participación Monto de Préstamos 2022 por Rubro



Al cierre de 2022 la compañía tenía otorgados más de 7452 de un promedio de Gs 160 millones, los cuales están concentrados en préstamos para la ganadería y créditos relacionados al fomento de la actividad agropecuaria. La compañía tiene un detallado manual de la política crediticia donde se explicitan los condicionamientos y las tasas, las cuales se fijan anualmente por el consejo de administración. Dichas tasas han estado por debajo de las tasas activas promedios cobradas por entidades bancarias en préstamos de desarrollo.

Por último, dado la cantidad de préstamos otorgados por la cooperativa, presenta una baja concentración de contraparte, dado que históricamente los 100 mayores deudores sólo representaban el 16% de los préstamos.

FIX entiende que Chortitzer administra correctamente los riesgos derivados de su cartera de préstamos, a la vez que la cooperativa fija los incentivos correctos para que los prestatarios honren sus deudas. No obstante FIX considera que existe baja diversificación geográfica de los mismos, por lo que la calidad de la cartera podría verse afectada ante eventos climáticos adversos.

Riesgo de mercado

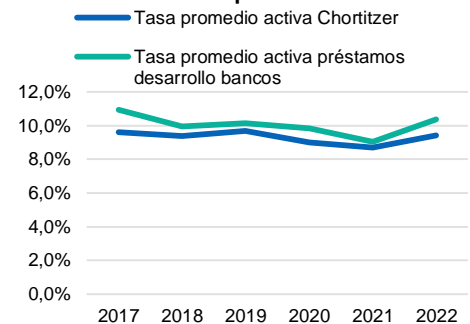
La cooperativa mantiene inversiones líquidas alocadas en depósitos bancarios (CDAs) que tienen nula volatilidad por lo que pueden considerarse disponibilidades, y elevan el índice de cobertura sobre captaciones, el cual alcanzó niveles del 17% al cierre de 2021, superior al requerido por INCOOP de 2%, aunque menor a la mediana de las cooperativas de producción, del 22%.

Por su parte, si bien los niveles de solvencia y liquidez son buenos, no existe descalce de moneda operativo ni financiero y las tasas cobradas como pagadas son fijas, por lo que el riesgo de tasa también es bajo, en función de la mayor proporción de captaciones de ahorros de corto plazo, versus

[Handwritten signature]

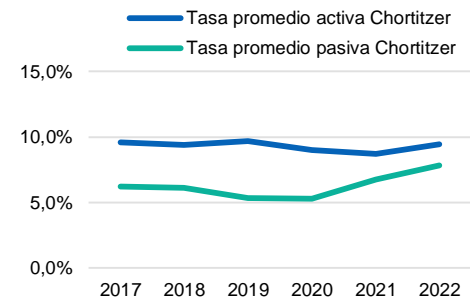
[Handwritten signature]

Intereses cobrados promedio

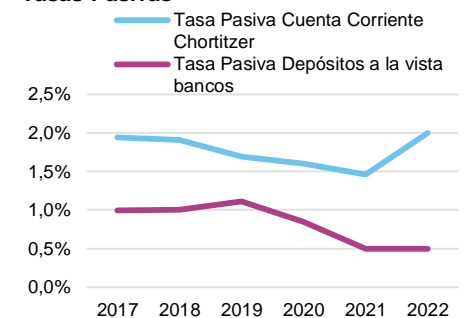


Fuente: FIX en base a información de la compañía y BCP

Tasas Chortitzer



Tasas Pasivas



los préstamos de corto plazo, un incremento de tasa podría no poder ser trasladado automáticamente a los préstamos.

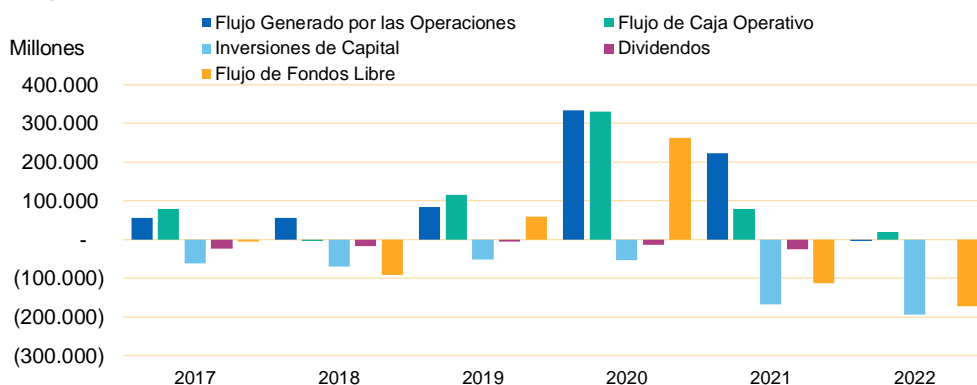
Adicionalmente, la alta proporción de captaciones de ahorro de corto plazo, en especial cuenta corriente, elevan el riesgo de refinanciación y tasa. No obstante, la estabilidad mostrada históricamente y el continuo crecimiento aún en momentos de stress, sumado a los incentivos de los socios para mantener dichos ahorros, son considerados positivamente por FIX.

Flujo de fondos

Históricamente Chortitzer ha mostrado una buena generación de flujos operativos aunque volátil, en función a los negocios en donde actúa, y la alta necesidad de capital de trabajo. A su vez, el nivel de inversiones, principalmente los últimos 2 años han presionado la generación de Fondos de Flujo Libres (FFL), lo que llevó a la compañía a incrementar su nivel de deuda financiera. Adicionalmente, en 2022 el crecimiento en los créditos otorgados a los socios presionó los flujos operativos.

FIX estima que hacia adelante, en función de un contexto operativo más normalizado la cooperativa pueda incrementar su generación de flujos, que le permitan financiar parcialmente las inversiones proyectadas, que rondarían los Gs 300 mil millones. Si bien se espera mayor nivel de deuda, FIX considera que es manejable, a la vez que entiende que la cooperativa tiene la flexibilidad para adaptar su plan de expansión conservando buenas métricas crediticias.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

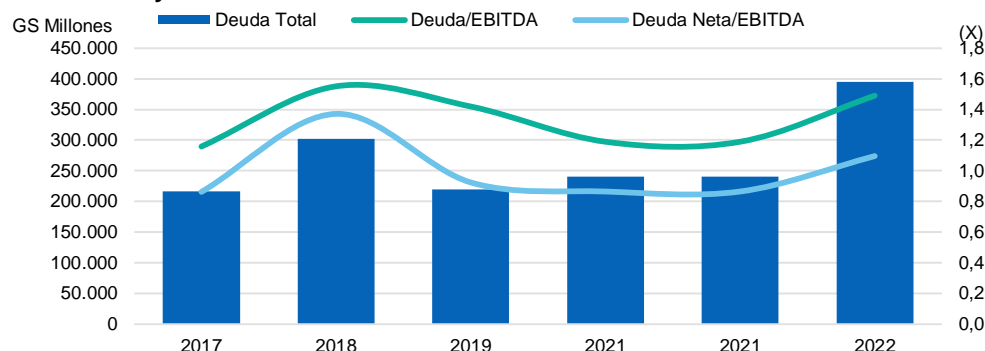
Endeudamiento y estructura de capital

Chortitzer ha mantenido bajos niveles de deuda financiera, menores a los Gs 300 mil millones, que en términos de EBITDA no superó las 1.6x, a pesar del incremento evidenciado en 2022. A su vez la deuda financiera ha estado concentrada en el largo plazo, en más de un 75%. A diciembre 2022, la deuda financiera era de Gs 402.818 millones con un ratio Deuda/EBITDA de 2,0x, concentrada en un 72% en el largo plazo y compuesta en un 56% por un préstamo con el Banco Nacional de Fomento, en un 34% por un préstamo financiero de Agencia Financiera de Desarrollo con garantía hipotecaria y el remanente por un préstamo con el Banco Itaú.

El patrimonio neto de la Cooperativa registró un crecimiento constante en los últimos seis años. A diciembre 2022, el capital representaba el 50,1% del patrimonio neto de Chortitzer, similar a diciembre 2021 (50,2%). Por su parte, las reservas constituyen el 47,9% del patrimonio neto, y se conforman principalmente por reservas de revalúo, reserva legal y el fondo de fomento de educación cooperativa. Además, cuenta con otros fondos de fomento y provisiones, lo que representa un respaldo patrimonial adicional.

Adicionalmente, en los últimos seis años Chortitzer ha mostrado un índice de solvencia patrimonial relativamente estable, registrando 41,5% a diciembre 2022, levemente inferior a diciembre 2021 con 43,4% debido a la expansión más acelerada de activos por mayor activo fijo, pero superior al mínimo requerido por la normativa INCOOP (equivalente al 10%). En tanto, a diciembre 2022, el pasivo total de la cooperativa representaba 1,4x su patrimonio, levemente inferior a diciembre 2021 con 1,3x, pero dentro del límite requerido por la normativa INCOOP (hasta 9x).

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Handwritten signature

Handwritten signature

Liquidez

La Cooperativa presenta una liquidez adecuada. A diciembre 2022, el ratio Caja y Equivalentes / Deuda de Corto Plazo era de 0,5x, mientras que Caja y Equivalentes + EBITDA / Deuda de Corto Plazo era de 2,3x.

Liquidez - PYG

Gs Millones	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA Operativo	187.359	194.740	154.599	185.149	202.484	203.275
Caja e Inversiones Corrientes	55.237	35.345	76.701	114.340	65.587	53.581
Deuda Corto Plazo	27.769	119.188	54.667	24.051	36.251	113.310
Deuda Largo Plazo	188.864	183.052	164.752	163.186	204.223	289.508
Inventarios de Rápida Realización	0	0	0	0	0	0

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	6,7	1,6	2,8	7,7	5,6	1,8
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	8,7	1,9	4,2	12,5	7,4	2,3
Deuda Total / EBITDA	1,2	1,6	1,4	1,0	1,2	2,0

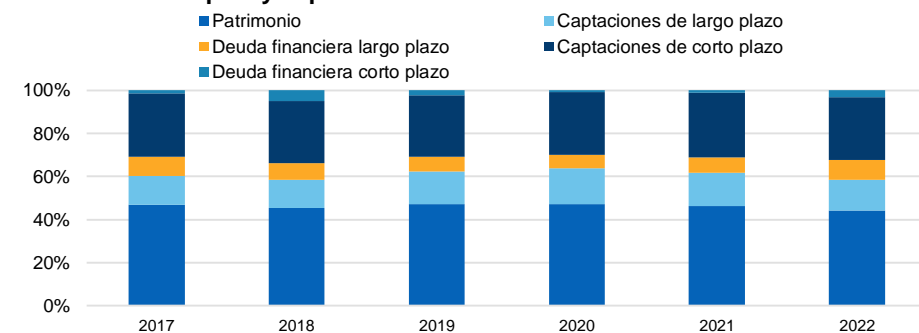
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

La cooperativa ha financiado sus actividades principalmente con fondos propios, capitalizaciones de los socios, deuda financiera y captaciones de ahorro.

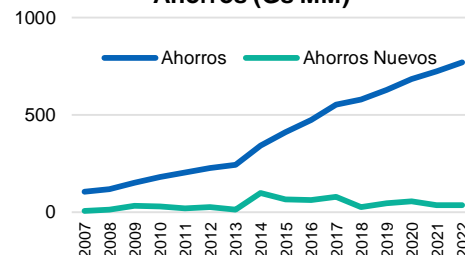
La principal fuente de financiamiento de los activos después del capital propio lo constituyen los Depósitos de Ahorros, que representaron el promedio los últimos años un 41% de los activos, siendo la participación de los ahorros de corto plazo un 27% y la de los ahorros de largo plazo un 14% aproximadamente. Esta concentración en ahorros de corto plazo se ve mitigada por el constante incremento en la captación de los mismos a lo largo del tiempo.

Estructura de capital y captaciones



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ahorros (Gs MM)



Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero Cooperativa Chortitzer Ltda.

(Millones de Gs, año fiscal finalizado en diciembre)

Año	2022	2021	2020	2019	2018
Período	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	203.275	202.484	185.149	154.599	194.740
EBITDAR Operativo	203.275	202.484	185.149	154.599	194.740
Margen de EBITDA	5,1	5,8	6,3	6,0	6,2
Margen de EBITDAR	5,1	5,8	6,3	6,0	6,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	0,8	15,1	24,7	7,8	5,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	(6,5)	(3,3)	9,0	2,3	(2,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	9,5	11,1	11,6	5,4	10,0
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,7	18,3	25,6	5,1	3,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	10,7	15,7	13,7	7,6	10,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	10,7	15,7	13,7	7,6	10,0
EBITDA / Servicio de Deuda	1,5	4,1	4,9	2,1	1,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,5	4,1	4,9	2,1	1,4
FGO / Cargos Fijos	0,7	18,3	25,6	5,1	3,9
FFL / Servicio de Deuda	(1,8)	(2,0)	7,4	1,1	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,4)	(0,7)	10,4	2,1	(0,3)
FCO / Inversiones de Capital	(0,1)	0,5	6,2	2,3	(0,1)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	28,7	1,0	0,5	2,1	4,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	1,2	1,0	1,4	1,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	0,9	0,4	0,9	1,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,0	1,2	1,0	1,4	1,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,7	0,9	0,4	0,9	1,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,9	6,0	6,7	7,8	7,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	28,1	15,1	12,8	24,9	39,4
Balance					
Total Activos	3.364.035	3.050.525	2.749.563	2.537.314	2.507.300
Caja e Inversiones Corrientes	53.581	65.587	114.340	76.701	35.345
Deuda Corto Plazo	113.310	36.251	24.051	54.667	119.188
Deuda Largo Plazo	289.508	204.223	163.186	164.752	183.052
Deuda Total	402.818	240.474	187.237	219.419	302.239
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	402.818	240.474	187.237	219.419	302.239
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	402.818	240.474	187.237	219.419	302.239
Total Patrimonio	1.394.722	1.322.666	1.221.741	1.115.093	1.069.174
Total Capital Ajustado	1.797.540	1.563.140	1.408.978	1.334.511	1.371.414
Flujo de Caja					

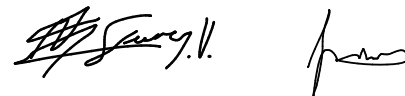
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(5.063)	223.618	333.911	83.917	55.804
Variación del Capital de Trabajo	(7.184)	(144.338)	(3.137)	32.076	(59.754)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(12.247)	79.280	330.774	115.993	(3.950)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(16)	(16)	(12)	(8)	(4)
Inversiones de Capital	(211.798)	(167.651)	(53.664)	(50.790)	(69.520)
Dividendos	(31.536)	(25.077)	(13.952)	(5.253)	(17.272)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(255.597)	(113.464)	263.147	59.942	(90.746)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	65.806	0
Otras Inversiones, Neto	78.388	9.506	(195.107)	(2.620)	80
Variación Neta de Deuda	162.344	53.238	(32.182)	(82.821)	84.776
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	2.843	1.951	1.769	1.042	(14.006)
Variación de Caja	(12.022)	(48.769)	37.627	41.349	(19.896)

Estado de Resultados

Ventas Netas	3.950.121	3.463.084	2.921.129	2.595.792	3.126.892
Variación de Ventas (%)	14,1	18,6	12,5	(17,0)	6,8
EBIT Operativo	150.170	151.181	135.576	95.003	135.056
Intereses Financieros Brutos	19.086	12.904	13.560	20.471	19.534
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	128.702	141.029	135.211	59.301	102.367

Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- LTM: Últimos doce meses.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings).
- NC: Normas Contables Vigentes en Paraguay.
- USD: dólar estadounidense
- CAPEX: inversión de capital
- IRR: Inventarios de Rápida Realización.
- BCP: Banco Central de Paraguay



Anexo III – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **11 de mayo de 2023**, asignó en la **Categoría AApy Tendencia Estable** la calificación de cooperativa a **Cooperativa Chortitzer Ltda.**

Categoría AApy: Corresponde a aquellas cooperativas que cuentan con muy alta capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la cooperativa, en la industria a la que pertenece o en la economía.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para las categorías de riesgo entre 'AA' y 'B' con el fin de mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, sin alterar la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Tendencia de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno o dos años. Las tendencias reflejan perspectivas financieras o de otra índole que no se han consolidado aún al nivel de disparar un cambio de calificación, pero que podrían hacerlo si dicho comportamiento se mantiene. La Tendencia puede ser:

- Fuerte (+): Indica que la calificación podría subir.
- Estable: Indica que la calificación no se modificaría.
- Sensible (-): Indica que la calificación podría bajar.

Una tendencia sensible o fuerte no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con tendencia estable puede ser cambiada antes de que la tendencia se modifique a fuerte o sensible si existen elementos que lo justifiquen.

Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, "py" para las calificaciones nacionales en Paraguay.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.



Anexo V

Conforme a la regulación vigente de rigor, se informa lo siguiente:

- Fecha de la calificación: 11 de mayo de 2023.
- Tipo de reporte: Asignación de calificación.
- Estados Financieros referidos al 31.12.2021.
- Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings)
 - www.fixscr.com
 - Sarmiento 663 Piso 7, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
 - Teléfono: (+5411) 5235 8100 / Email: info@fixscr.com
 - Representante Legal: Dr. Alejandro Piera
 - Ricardo Brugada 196 esquina Brasilia y Luis Morales, Asunción, Paraguay.
 - (+595) 21 203 030 / alejandropiera@ghp.com.py




Entidad	Calificación Local
Cooperativa Chortitzer Ltda.	Emisor AAp

NOTA: La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

Mayor información sobre esta calificación en:

- <https://www.chortitzer.com.py/cooperativa/>
- www.fixscr.com

Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para Cooperativas y Entidades Corporativas No Financieras está disponible en: www.fixscr.com/metodologia.

El procedimiento de calificación se puede encontrar en: <https://www.fixscr.com>

Nomenclatura

Categoría AA: Corresponde a aquellas cooperativas que cuentan con muy alta capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la cooperativa, en la industria a la que pertenece o en la economía.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para las categorías de riesgo entre AA y B con el fin de mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, sin alterar la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, "py" para las calificaciones nacionales en Paraguay.

Mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación se puede encontrar en: www.fixscr.com

Descripción general

La evaluación practicada por FIX SCR S.A. se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la entidad y aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente en este caso, se consideró la siguiente información.

- Perfil del negocio.
- Posición competitiva.
- Administración y calidad de los accionistas.
- Riesgos del sector.
- Rentabilidad.
- Flujo de fondos.
- Liquidez y estructura de capital.
- Fondo y flexibilidad financiera.

También se mantuvieron reuniones con la administración superior. Cabe señalar que no es responsabilidad de la firma calificadora la verificación de la autenticidad de la información.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa pública:

- Balances anuales auditados hasta el 31/12/22 (12 meses)
- Auditor externo del último balance anual: BCA. Benítez, Cudas y Asociados Corresponsal en el Paraguay de KPMG International Cooperative (KPMG Internacional)
- Información de gestión suministrada por la compañía.



