

**ACTA DE LA SESIÓN DE CALIFICACIÓN N° 451 DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN DE  
FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA**

En Santiago de Chile, a las 18:00 horas del 31 de mayo de 2024, en reunión del Consejo de Calificación de Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda., integrado por los consejeros Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo y María Betsabé Weil, se revisaron los antecedentes relativos a la evaluación de las entidades calificadas por Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada.

En esta reunión, el Consejo acordó, por unanimidad asignar las siguientes calificaciones de solvencia:

Entidad	Calificación Actual	
Corar International S.A.E.C.A.	Solvencia	BBB-py
	Bonos USD1	BBB-py
	Tendencia	Estable

Los fundamentos de esta calificación y el análisis llevado a cabo están descritos más adelante en esta acta.

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública y de aquella provista voluntariamente por el emisor. Los antecedentes e información considerados fueron los siguientes:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Características de las carteras de ahorros y créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

El análisis también incluyó reuniones con la administración superior y con unidades comerciales, operativas, de riesgo y control. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

## CORAR INTERNATIONAL S.A.E.C.A.

### FUNDAMENTOS

---

La calificación "BBB-py" asignada a la solvencia y al programa de emisión global de bonos en proceso de inscripción por parte de Corar International S.A.E.C.A. (Corar) refleja un perfil de negocios categorizado como "Adecuado" y una posición financiera clasificada como "Intermedia".

La compañía fue constituida en el año 2013 y se encuentra dedicada al desarrollo inmobiliario para la construcción o administración de propiedades, en zonas urbanas o rurales, por cuenta propia o de terceros, para la venta directa, en propiedad horizontal o a través de consorcio de propietarios.

La entidad opera en cuatro unidades de negocios: Edificios Residenciales, Casas Ecológicas (TUYO), Desarrollos de Centros Logísticos y Parques Industriales y Desarrollos de Ecoapart Hotel.

La evolución de los resultados de la compañía se encuentra relacionada a los volúmenes de operación que obtenga, los que guardan relación con la capacidad de la entidad de atraer inversión privada y a las perspectivas de demanda habitacional para el Paraguay, las que, si bien muestran buenos fundamentos para los próximos años, estarán supeditadas al acceso al financiamiento y al progreso de la capacidad de pago de los clientes finales.

Adicionalmente, dan cuenta de la evolución de los costos de construcción y de las estructuras contractuales con sus clientes.

A diciembre de 2023, los ingresos operacionales de Corar dan cuenta del mayor nivel de actividad, alcanzando los Gs. 82.424 millones, registrando un incremento del 60,7% respecto de diciembre del año anterior. Estos, se componen principalmente de ingresos por avance de obras (90,5%) y en menor medida por ventas de casas (TUYO, 6,2%) y otros ingresos (3,2%).

A igual periodo, la estructura de costos presentó un avance del 62,8%, influenciada principalmente por el mayor reconocimiento de costos de proyectos. De esta manera, si bien la generación de Ebitda presentó un incremento del 29,7%, alcanzando los Gs. 5.066 millones (Gs. 3.905 millones al cierre de 2022) el margen Ebitda disminuyó hasta el 6,1%, desde el 7,6% del año anterior.

El plan de expansión de la compañía ha sido financiado principalmente a través de inversionistas privados (cuyos flujos se encuentran respaldados por obras en curso) y flujos de la operación y, en menor medida, mediante préstamos con instituciones financieras. Ello, ha resultado en la mantención de acotados niveles de deuda financiera, con un *stock* que se ha mantenido entre los Gs. 5.400 millones y los Gs. 10.500 millones para todo el periodo evaluado, alcanzando los Gs. 9.576 millones a diciembre de 2023.

Lo anterior, le ha permitido a Corar mantener un *leverage* financiero por debajo de las 0,9 veces, con un *peak* de 0,85 veces a diciembre de 2017 y alcanzando las 0,43 veces al cuarto trimestre de 2023.

Consecuentemente con lo anterior, Corar ha mantenido satisfactorios indicadores de cobertura. En particular, al cierre de 2023, presentaba una razón de deuda financiera neta sobre Ebitda de 1,8 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados (excluye gastos pagados a inversionistas) de 2,7 veces.

A igual periodo, al considerar el saldo de anticipos de clientes neto de obras en curso, Corar presentaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda de 1,5 veces y una cobertura sobre gastos financieros de 2,4 veces.

A diciembre de 2023, la compañía contaba con una liquidez calificada en "Ajustada", lo que consideraba un saldo en caja de Gs. 588 millones y una generación de Ebitda que, considerando los últimos 12 meses, alcanzaba los Gs. 5.066 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo de Gs. 8.266 millones, los cuales están asociados principalmente a capital de trabajo.

A la fecha del informe, la compañía se encuentra en proceso de emisión del Programa de Emisión Global USD 1, con un plazo máximo de 1.465 días (4 años) y por un monto máximo de USD 3,0 millones. Los fondos por recaudar serán destinados en su totalidad a capital operativo.

## TENDENCIA: ESTABLE

**ESENAIO BASE:** Considera la expectativa de Feller Rate que la compañía mantendrá una adecuada política de endeudamiento, financiando sus inversiones con un mix de flujos provenientes de inversionistas privados, flujos de la operación y deuda financiera.

Ello, en conjunto con la mayor capacidad de generación proyectada, dados los mayores niveles de actividad, le permitirían mantener de forma estructural indicadores crediticios en rangos acorde con la clasificación de riesgo asignada.

**ESCENARIO DE BAJA:** Podría gatillarse como consecuencia de políticas financieras más agresivas, ante un mayor riesgo de construcción o un deterioro en las condiciones de mercado por sobre lo presupuestado en el escenario base, resultando en un deterioro estructural de los principales indicadores de solvencia.

Adicionalmente, podría darse en caso de incumplimientos graves con sus inversionistas, que deriven en mayores requerimientos de financiamiento externo, presionando la posición financiera de la entidad.

**ESCENARIO DE ALZA:** Se considera poco probable dada la reciente asignación.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN
<b>PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Operación en industrias sensibles al ciclo económico.</li> <li>➤ Baja diversificación de ingresos por segmento, no obstante, el plan estratégico considera un mayor grado de diversificación para los próximos periodos.</li> <li>➤ Industria de construcción expuesta a riesgos de sobrecostos y contingencias, lo que se encuentra mitigado parcialmente por la modalidad de contratos.</li> <li>➤ Riesgo inmobiliario mitigado por modelo de negocios.</li> <li>➤ Exposición al riesgo crédito de los inversionistas privados, mitigado por características contractuales.</li> </ul>
<b>POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dependencia a flujos provenientes de inversionistas privados.</li> <li>➤ Relevante nivel de endeudamiento total, no obstante, con relativamente bajos niveles de deuda financiera.</li> <li>➤ Liquidez calificada como "Ajustada".</li> <li>➤ Flujo de caja volátil, coherente con las industrias en las que participa.</li> <li>➤ Mantenimiento de satisfactorios indicadores de cobertura, aunque se esperan mayores presiones en el corto plazo, en línea con el plan de inversiones.</li> </ul>

## PERFIL DE NEGOCIOS

ADECUADO

Corar International S.A.E.C.A. (Corar), constituida en el año 2013 y domiciliada en Asunción, es una empresa dedicada al desarrollo inmobiliario para la construcción o administración de propiedades, en zonas urbanas o rurales, por cuenta propia o de terceros, para la venta directa, en propiedad horizontal o a través de consorcio de propietarios.

La compañía exhibe un modelo de negocios integrado verticalmente, lo que le permite un mayor control sobre las diferentes fases del desarrollo inmobiliario de un proyecto, desde la concepción hasta la administración postventa, resultando en mayores eficiencias a través de la sinergia de las diferentes áreas de negocios. Para lo anterior, la entidad cuenta con áreas de Marketing y Desarrollo de Nuevos Negocios, de Generación de Proyectos Inmobiliarios e Industriales, de Estructuración Financiera de Proyectos, de Ejecución de Proyectos, de Comercialización de Proyectos y de Administración Postventa.

### MAYOR DIVERSIFICACIÓN DEL NEGOCIO PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

Actualmente, las ventas de la compañía están asociadas principalmente a dos unidades de negocio: Edificios Residenciales, dirigidos principalmente al segmento medio de la población, cuyo financiamiento proviene principalmente de inversionistas privados que adquieren las unidades en etapa de construcción; y Casas Ecológicas (TUYO), correspondiente al desarrollo de casas sustentables enfocadas a la clase media paraguaya.

No obstante, el plan estratégico de la compañía contempla una mayor diversificación de unidades de negocios para los próximos años. En particular, en 2024 se espera que la entidad opere en la unidad de Desarrollos de Centros Logísticos y Parques Industriales, la que estará enfocada en la evaluación y desarrollo de parques industriales y centros logísticos, ofreciendo venta y alquiler de lotes y naves industriales, centros de almacenamiento y oficinas con servicio de depósito. En esta unidad los inversionistas obtienen rentabilidad a través del alquiler de sus activos, la plusvalía del terreno o como inversión directa para la instalación de su industria.

Adicionalmente, la entidad operará en la unidad Desarrollos de Ecoapart Hotel a partir del año 2024, mediante el desarrollo de proyectos orientados al alquiler temporal de habitaciones en un complejo con servicios rentados bajo un régimen de alquiler administrado. Los inversores participan de una renta generada por el pool de alquileres obtenidos en cierres mensuales.

### FINANCIAMIENTO DEL NEGOCIO SE REALIZA PRINCIPALMENTE A TRAVÉS DE INVERSIONISTAS PRIVADOS

Normalmente, en la industria de construcción las compañías financian parte importante de su operación a través del calce de flujos de pago entre sus clientes y proveedores, disminuyendo sus necesidades de financiamiento externo, ya que reciben un pago anticipado y luego flujos de pago por parte de los clientes según el grado de avance y cumplimiento alcanzado por las obras.

Por su parte, en la industria inmobiliaria el financiamiento de la construcción se realiza mayoritariamente a través de líneas de créditos, cuya amortización está ligada a la escrituración de las unidades vendidas. Por tanto, situaciones de sobre oferta y ralentización de las ventas pueden repercutir directamente sobre la velocidad de pago de líneas de crédito a la construcción e incrementan su costo financiero, afectando negativamente la flexibilidad financiera de las empresas.

En la medida de que no existan deudas estructurales cuya capacidad de pago esté sustentada por los excedentes generados (utilidades) por los proyectos inmobiliarios, la presión sobre la flexibilidad financiera generada por una caída en el ritmo de actividad será considerablemente menor.

El modelo de negocios de Corar International contempla el financiamiento de la construcción de edificios mayoritariamente a través de anticipos de clientes (inversionistas) y, en menor medida, a través de préstamos bancarios. Los anticipos son utilizados para capital operativo y están respaldados por obras en curso, donde por contrato la entidad se obliga a un plazo de entrega máximo (con la posibilidad de rescisión de contrato y multas en caso de extensión).

Esta estructura le ha permitido a la compañía presentar un menor nivel de endeudamiento financiero, no obstante, hace que su nivel de actividad sea dependiente de la capacidad de la administración de obtener financiamiento de terceros constantemente. A su vez, la expone al riesgo de tener que obtener vías alternativas de financiamiento en caso de extensión de los plazos de construcción por sobre los tiempos de límite estipulados -que resulten en la rescisión de contratos-. Al respecto, cabe destacar que a la fecha del informe

la administración declara que no cuenta con ningún tipo de reclamo judicial o tratamiento extrajudicial con ningún cliente, manteniendo vigente todos los compromisos de deuda según los contratos firmados con inversionistas.

Además, declara que la compañía se mantiene dentro de los parámetros establecidos en los contratos firmados con los clientes respecto de sus compromisos de obra.

El modelo antes mencionado disminuye su exposición al negocio inmobiliario, el que presenta una alta sensibilidad al ciclo económico, con una demanda influida de forma relevante por el costo y acceso al financiamiento, la tasa de desempleo, la inflación y las expectativas económicas, entre otros factores. Al respecto, el largo ciclo productivo genera un desfase entre las decisiones de inversión y la materialización de la compra, lo que genera frecuentes desbalances entre la oferta y la demanda real.

A diciembre de 2023, los anticipos de clientes alcanzaban los Gs. 95.723 millones (incorpora la deuda con inversionistas y el margen de rentabilidad de la transacción), distribuidos un 69% en el corto plazo y un 31% en el largo plazo. A igual periodo, estos representaban un 70,8% de los pasivos de corto plazo, un 92,8% de los pasivos de largo plazo y un 76,3% de los pasivos totales de la entidad.

Por su parte, las obligaciones financieras con terceros, bancos y otras instituciones financieras alcanzaban los Gs. 9.576 millones al cuarto trimestre de 2023, representando un 8,8% de los pasivos de corto plazo, un 4,2% de los pasivos de largo plazo y un 7,6% de los pasivos totales.

Por otro lado, la estructura contempla que las ventas de la compañía sean realizadas en su mayoría al contado (principalmente a través de anticipos y en menor medida a través de financiamiento bancario), mientras que la proporción restante es realizada a crédito, con plazos que pueden llegar hasta los 240 meses.

El otorgamiento de créditos a los clientes se traduce en un aumento en los niveles de venta y constituye una fuente de generación de ingresos adicionales. Además, permite a la compañía contar con una base de datos para el análisis de información sobre los inversionistas. Sin embargo, trae aparejado una exposición al riesgo crédito, en conjunto con mayores requerimientos de capital de trabajo.

Respecto de lo anterior, cabe señalar que Corar mantiene como política de otorgamiento que los clientes sean sujetos de crédito demostrable para cada instancia del proceso con entidades financieras de Asunción.

Al cierre de 2023, las cuentas por cobrar comerciales alcanzaban los Gs. 30.427 millones, esto es, un 52,4% mayor a lo registrado a diciembre del año anterior. Estas, estaban íntegramente en el corto plazo y representaban un 36,9% de los ingresos operacionales de los últimos 12 meses.

A igual periodo, la cartera se encontraba en su totalidad al día.

#### - FAVORABLES CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN EN PARAGUAY

Paraguay cuenta con diversas leyes y regímenes que otorgan múltiples beneficios a inversionistas. Estos consideran, entre otros: la aceleración de procesos para la apertura de empresas, exoneración o suspensión temporal de los aranceles aduaneros afectados a la importación de materias primas y maquinarias, la exoneración o suspensión temporal del pago de Impuesto al Valor Agregado (IVA) aplicado a la importación de las maquinarias y materias primas para las industrias, la exoneración de todo tributo nacional a cambio de un tributo único en los casos de la Ley de Zonas Francas y la Ley de Maquila, la exoneración del IVA en las exportaciones, el recupero del crédito fiscal por los pagos de IVA efectuados en el mercado nacional a proveedores locales, la reducción o exoneración de impuestos, tasas y contribuciones nacionales, y la reducción de impuestos inmobiliarios, patentes industriales y exoneración del IVA en el desarrollo de Parques Industriales que permite estimular el establecimiento de empresas industriales en áreas que requieren generar desarrollo.

Adicionalmente, ha firmado convenios con varios países para evitar la doble imposición en diferentes situaciones.

Respecto de lo anterior, destacan la Ley 60/90 que establece el régimen de incentivos fiscales a la inversión de capital de origen nacional y extranjero; la Ley 1.064/9 de la industria maquiladora de exportación; la Ley 523/95 que autoriza y establece el régimen de zonas francas; el Régimen de Materia Prima; la Ley 4.427/2012 de ensamblaje de productos de alta tecnología; y la Ley 4.903/2013 de parques industriales, entre otras.

Por otro lado, Paraguay ha evidenciado una relativa estabilidad macroeconómica y cuenta con costos laborales y energéticos competitivos.

## INVENTARIOS: MAYOR PROPORCIÓN DE OBRAS EN CURSO, EN LÍNEA CON LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO DE LA ENTIDAD

Corar, como parte de su estrategia, mantiene foco en el manejo de las necesidades de capital de trabajo en relación con los niveles de actividad. De ello, parte fundamental es el manejo del stock de inventario, la respectiva rotación de este y las necesidades para suplir la demanda esperada.

Respecto de lo anterior, en los últimos años se ha evidenciado un aumento importante en los niveles de inventarios, lo que se encuentra asociado principalmente a la mayor actividad de la entidad.

De esta forma, el inventario de la sociedad pasó desde los Gs. 28.431 millones en 2017 hasta los Gs. 95.548 millones a diciembre de 2023. Este último, se encontraba compuesto íntegramente por obras en curso.

## PLAN ESTRATÉGICO CONTEMPLA UN MAYOR NIVEL DE ACTIVIDAD

El actual plan estratégico de la compañía está enfocado en la realización de proyectos residenciales, industriales y a aparthotel.

En línea con lo anterior, a diciembre de 2023, la entidad mantenía seis proyectos residenciales en construcción, denominados: Molas, Elysium, Fernando II, Yrupe, Fernando III y Fernando IV. A su vez, a igual periodo, contaba con dos proyectos terminados, denominados Fernando I y Los Laureles.

A lo anterior, se sumarán para 2024 proyectos industriales y el proyecto Nativa Eco Apart Hotel.

Feller Rate espera que la compañía mantenga un adecuado mix de financiamiento que considera flujos de la operación, deuda financiera e inversionistas privados, de tal manera de no generar presiones estructurales sobre su actual posición financiera.

## SECTOR CONSTRUCCIÓN HA MANTENIDO UNA MAYOR IMPORTANCIA RELATIVA EN LA ACTIVIDAD NACIONAL EN LOS ÚLTIMOS PERIODOS

La actividad de construcción ha presentado un significativo avance en los últimos años, registrando un crecimiento anual compuesto del 6,8% entre los años 2012 y 2021 y con incrementos que superaron el 10% en los años 2020 y 2021 (10,5% y 12,8%, respectivamente).

Consecuentemente con lo anterior, el sector construcción se ha establecido como uno de los más importantes para la actividad nacional, pasando de representar un 5,6% del Producto Interno Bruto (16,4% del sector secundario) en 2012 hasta un 7,5% en 2021 (22,4% del sector secundario).

En lo más reciente, no obstante, el sector se ha visto impactado por el menor ritmo de ejecución de las obras tanto privadas como públicas. Estas últimas, en línea con el plan de convergencia fiscal. Al respecto, según cifras del Banco Central de Paraguay (BCP), la actividad sectorial presentó una caída interanual del 8,5% durante el cuarto trimestre de 2023, acumulando una contracción anual del 7,5%. En este sentido, se ha observado una disminución en la demanda de los principales insumos empleados por el sector, sobre todo de la parte importada (cemento y asfalto).

### - BANCO CENTRAL PROYECTA UN CRECIMIENTO DEL 4,7% PARA LA ACTIVIDAD SECTORIAL DEL AÑO 2024

Según cifras del Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo de 2024, elaborado por el BCP, la actividad nacional crecerá cerca de un 3,8% durante el año 2024. Esto, considera una recuperación de la actividad de construcción, la que presentaría una variación anual del 4,7%, impulsada principalmente por el sector privado. El sector se vería impulsado por las buenas perspectivas económicas, las tasas de interés más bajas y la estabilización de la inflación en torno a la meta estructural.

Por el lado del gasto, se estima un mayor dinamismo en la demanda interna, lo que estaría asociado a un mayor consumo privado y al repunte de la formación bruta de capital fijo. Por su parte, las proyecciones de inflación para igual periodo se sitúan en torno a la meta.

Cabe destacar que las proyecciones del BCP se enmarcan en un escenario internacional que continúa presentando ciertas fuentes de incertidumbre, entre las que se encuentran las fragilidades del sector inmobiliario de China, las tensiones geopolíticas y las incertidumbres del mercado del petróleo, entre otras.

En el plano local, el riesgo para el crecimiento esperado de la actividad deriva principalmente de la situación climática.

## NECESIDADES HABITACIONALES IMPULSADAS POR EL DÉFICIT DE VIVIENDAS

En los últimos 70 años Paraguay -al igual que el resto de los países de la región- ha atravesado por importantes cambios poblacionales, sobre todo a nivel de natalidad y mortalidad, lo que se puede ver reflejado en el crecimiento de las viviendas ocupadas en el país y en el número promedio de personas por hogar. Al respecto, según cifras del informe Resultados Preliminares del CENSO 2022, el número de viviendas particulares ocupadas de 2022 representaba casi siete veces la cantidad de viviendas que el país tenía en el año 1950, alcanzando las 1.670.495 (244.742 en 1950).

A su vez, se observa que los hogares del Paraguay han experimentado un proceso de reducción de su tamaño, producto principalmente de la reducción del número de hijos. De esta forma, el tamaño promedio del hogar pasó de 5,4 en el año 1950 a 3,5 en el año 2022 (3,9 en 2012), mientras que el promedio de hijos por mujer pasó desde 6,5 en 1950 a 2,5 en 2016.

La mayor tasa de natalidad de las décadas anteriores resulta en que haya un aumento histórico en la población en edades potencialmente productivas (15-64 años), la que a 2022 representa un 66,9% del total (52,5% en 1950). A su vez, se observa que el grupo de adultos mayores va aumentando su peso relativo, alcanzando en 2022 el 8,8% (3,7% en 1950).

Lo anterior representa una oportunidad en el aspecto de crecimiento económico -como ya se ha observado en otros países-, pero también significa mayores necesidades de vivienda para el país para los próximos años, en particular en las zonas urbanas (según cifras del informe Proyección de la Población Nacional, Áreas Urbana y Rural, por Sexo y Edad, 2000-2025, del Instituto Nacional de Estadística (INE), la población urbana representa cerca del 63,3% del total y las proyecciones indican que dicha proporción irá en aumento).

A nivel nacional, de acuerdo con datos del Ministerio de Urbanismo, Vivienda y Hábitat del Paraguay (MUVH) el déficit habitacional se ubica en más de 1 millón de viviendas, estando más del 90% asociado a déficit cualitativo (viviendas que necesitan ampliaciones y/o refacciones) y con el porcentaje restante ligado a déficit cuantitativo. Con la evolución esperada de la población, se espera que el déficit vaya en incremento en los próximos años, con una demanda que se acentuará en las ciudades, impulsado por el alto índice de urbanización.

Respecto de lo anterior, considerando que el Gobierno Central cuenta con una limitada capacidad para financiar viviendas, uno de los principales desafíos del sector es el acceso al crédito. En efecto, si bien en los últimos años la participación relativa de los créditos para vivienda sobre el total del sistema financiero ha presentado una tendencia al alza, alcanzando un 4,6% a diciembre de 2023 desde el 3,5% de diciembre de 2018 (considerando bancos y financieras), dicha cifra sigue siendo acotada respecto de las necesidades del país.

Ante el histórico déficit habitacional, el Gobierno ha decidido poner en marcha el Programa Che Rogá Porã, el que posibilita el acceso a la vivienda propia a ciudadanos que no puedan ser beneficiados con préstamos ofrecidos en el sistema financiero nacional. En particular, el programa beneficia a aquellos individuos con ingresos económicos de entre uno y cuatro salarios mínimos, con préstamos de hasta Gs. 400 millones, los que podrán ser pagados en un plazo de hasta 30 años con una tasa de interés anual del 6,5%.

Junto con lo anterior, el Banco Central emitió durante noviembre de 2023 la Resolución N°19, sobre normas de clasificación y constitución de provisiones en créditos para la vivienda, la que contempla políticas para flexibilizar los préstamos en dicho segmento y generar una mayor calidad de vivienda para la población.

En línea con lo anterior para los próximos meses, según cifras recogidas de la Encuesta sobre Situación General del Crédito realiza por el Banco Central, gran parte de los encuestados espera que los créditos en el sector vivienda crezcan.

## EXPOSICIÓN A LA VARIACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS PRINCIPALES INSUMOS

Dentro de los principales factores que afectan los resultados de la compañía se encuentran la variación de los precios de la mano de obra y de las principales materias primas e insumos para la construcción. Estos últimos, dependientes de las condiciones de mercado y de la evolución de la paridad cambiara, dado que Paraguay es un importador neto.

Al respecto, en los últimos años se han evidenciado mayores presiones inflacionarias, a raíz de las contingencias a nivel global, entre las que destacan los efectos del avance de la pandemia COVID-19, las disrupciones sobre la cadena logística y los conflictos geopolíticos. En línea con lo anterior, durante los años 2021 y 2022 la inflación a nivel nacional acumuló variaciones anuales del 6,8% y 8,1%, respectivamente, disminuyendo hasta un 3,7% a diciembre de 2023.

Al analizar algunos de los insumos más importantes para la construcción, como el cemento, se observan variaciones del 29,2% y del 7,4% en 2020 y 2022, en el orden respectivo, y una contracción del 4,5% a diciembre de 2023.

La compañía mitiga en parte lo mencionado anteriormente a través de las relaciones contractuales que mantiene con sus contrapartes. En particular, los contratos de la compañía establecen cláusulas de reajustes en caso de que la variación sobre los costos alcance un nivel meta previamente establecido.

Adicionalmente, la compañía mantiene una amplia base de proveedores para reducir la dependencia a una sola fuente, de tal forma de mitigar los posibles aumentos de costos y minimizar el riesgo de interrupciones en la cadena de suministro.

## POSICION FINANCIERA

INTERMEDIA

### RESULTADOS Y MÁRGENES:

Resultados influenciados por el nivel de actividad

La evolución de los resultados de la compañía se encuentra relacionada a los volúmenes de operación que obtenga, los que guardan relación con la capacidad de la entidad de atraer inversión privada y a las perspectivas de demanda habitacional para el Paraguay, las que, si bien muestran buenos fundamentos para los próximos años, estarán supeditadas al acceso al financiamiento y al progreso de la capacidad de pago de los clientes finales.

Adicionalmente, dan cuenta de la evolución de los costos de construcción y de las estructuras contractuales con sus clientes.

Los ingresos por construcción de Corar se van reconociendo de acuerdo al grado de avance de las obras, mientras que las ventas inmobiliarias se reconocen al momento del traspaso de la titularidad de las viviendas. Lo anterior resulta en que atrasos en la ejecución de obras o, en menor medida, en la escrituración de las viviendas puedan introducir un elemento de volatilidad en los resultados entre un periodo y otro, de naturaleza contable.

Al respecto, cabe destacar que, dada la estructura de la compañía, sus ingresos se concentran en el segmento de construcción.

A diciembre de 2023, los ingresos operacionales de Corar dan cuenta del mayor nivel de actividad, alcanzando los Gs. 82.424 millones, registrando un incremento del 60,7% respecto de diciembre del año anterior. Estos, se componen principalmente de ingresos por avance de obras (90,5%) y en menor medida por ventas de casas (TUYO, 6,2%) y otros ingresos (3,2%).

A igual periodo, la estructura de costos presentó un avance del 62,8%, influenciada principalmente por el mayor reconocimiento de costos de proyectos. De esta manera, si bien la generación de Ebitda presentó un incremento del 29,7%, alcanzando los Gs. 5.066 millones (Gs. 3.905 millones al cierre de 2022) el margen Ebitda disminuyó hasta el 6,1%, desde el 7,6% del año anterior.

Respecto de la capacidad de generación de fondos de la operación, esta da cuenta de la evolución de los resultados de la entidad y de la proporción de ventas que la compañía realiza a crédito, las que resultan en mayores requerimientos de capital de trabajo.

A diciembre de 2023, la generación de fondos operacionales de Corar registró valores deficitarios, alcanzando los Gs. -1.827 millones, lo que se explica principalmente por una mayor realización de inversiones por parte de la compañía. Con lo anterior, la capacidad de pago de la entidad (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado de intereses (FCNOA) sobre deuda financiera) fue de un -16% (44% a diciembre de 2022).

Feller Rate espera que la compañía avance en sus proyectos conforme a lo estipulado en el calendario de inversión, de tal forma de que su capacidad de generación de fondos no se vea afectada por atrasos. A su vez, se espera que mantenga un adecuado manejo de la estructura de costos, de tal forma de mantener márgenes de la operación en línea con lo esperado para su calificación de riesgo asignada y pueda cubrir con relativa holgura sus requerimientos operacionales y financieros.

### ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Financiamiento vía inversionistas privados resulta en bajos niveles de deuda financiera

El plan de expansión de la compañía ha sido financiado principalmente a través de inversionistas privados y flujos de la operación y, en menor medida, mediante préstamos con instituciones financieras. Ello, ha resultado en la mantención de acotados niveles de deuda financiera, con un stock que se ha mantenido entre los Gs. 5.400 millones y los Gs. 10.500 millones para todo el periodo evaluado, alcanzando los Gs. 9.576 millones a diciembre de 2023.

Lo anterior, le ha permitido a Corar mantener un *leverage* financiero por debajo de las 0,9 veces, con un *peak* de 0,85 veces a diciembre de 2017 y alcanzando las 0,43 veces al cuarto trimestre de 2023. Esto, considera la volatilidad presentada en el capital patrimonial, con una relevante disminución a diciembre de 2020 y con un gradual crecimiento en los periodos posteriores.

No obstante, la estructura antes mencionada ha resultado en altos niveles de endeudamiento total, moviéndose entre un mínimo de 0,3 veces alcanzadas en 2019 y un máximo de 5,7 veces al cierre de 2023.

Lo anterior expone a la compañía a la necesidad de obtener financiamiento externo adicional en caso de que atrasos en obras resulten en rescisiones de contratos con inversionistas o en caso de rescisiones unilaterales por parte de los mismos (estos últimos mitigados por el sistema de compensaciones exhibido en los respectivos contratos).

A diciembre de 2023, el *stock* de deuda financiera estaba compuesto principalmente por préstamos bancarios y con financieras. A su vez, se encontraba estructurado principalmente en el corto plazo (86,3%).

Por su parte, los anticipos de clientes alcanzaban a igual periodo los Gs. 95.723 millones, estando concentrados en el corto plazo (69,4%). Al respecto, cabe mencionar que estos se encuentran respaldados por las obras en curso, las que a diciembre de 2023 alcanzaban los Gs. 95.548 millones, cubriendo en un 1,4 veces los anticipos de clientes de corto plazo y en 1 vez los anticipos de clientes totales.

Consecuentemente con lo mencionado anteriormente, Corar ha mantenido satisfactorios indicadores de cobertura. En particular, a diciembre de 2023, presentaba una razón de deuda financiera neta sobre Ebitda de 1,8 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados (excluye gastos pagados a inversionistas) de 2,7 veces.

A igual periodo, al considerar el saldo de anticipos de clientes neto de obras en curso, Corar presentaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda de 1,5 veces y una cobertura sobre gastos financieros de 2,4 veces.

Feller Rate espera que la entidad continúe evidenciando una adecuada estrategia de crecimiento, presentando una parte relevante de proyectos vendidos antes del comienzo de la etapa de construcción y manteniendo un riesgo de construcción acotado, de tal forma de mitigar el riesgo de presiones sobre la capacidad de generación de fondos de la operación.

#### **LIQUIDEZ: AJUSTADA**

Al cierre de 2023, la compañía contaba con una liquidez calificada como "Ajustada" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalente por Gs. 588 millones y una generación de Ebitda que, considerando los últimos 12 meses, alcanzaba los Gs. 5.066 millones. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs. 8.266 millones, los cuales están asociados a capital de trabajo.

Adicionalmente, la calificación incorpora una política de dividendos que ha considerado la reinversión de las utilidades de cada periodo.

Además, incorpora el riesgo de rescisión de contratos por parte de inversionistas y las presiones que supondrían sobre la posición de liquidez y financiera de la compañía.

Por último, la calificación considera el programa de bonos en proceso de inscripción por US\$ 3 millones.

## NUEVO PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL

---

Calificado en “BBB-py/Estables”

### CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS CORPORATIVOS

Actualmente, Corar International S.A.E.C.A. se encuentra en proceso de emisión de un nuevo programa global de bonos corporativos, cuyos fondos serán utilizados para capital operativo.

#### PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS USD1

El monto total del programa es de USD 3,0 millones, con plazos entre los 365 y 1.465 días (1 y 4 años, respectivamente), con amortización de capital y pago de intereses según se especifique en el prospecto de cada Serie. Por su parte, la tasa de interés será definida en el momento de las emisiones.

El uso de fondos estará restringido a capital operativo, con el fin de brindar una mayor optimización de recursos.

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica y no considera la posibilidad de rescate anticipado.

## RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos Ordinarios	27.259	25.178	18.359	36.455	51.277	82.424
Ebitda <sup>(1)</sup>	6.831	6.890	3.799	4.145	3.905	5.066
Resultado Operacional	6.453	6.468	3.418	3.757	3.455	4.564
Ingresos Financieros				103	252	693
Gastos Financieros	-931	-1.050	-111	-1.568	-1.574	-2.124
Gastos Financieros Ajustados <sup>(2)</sup>	-931	-1.050	-111	-1.550	-1.242	-1.894
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.638	4.424	2.788	3.325	880	1.413
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO) <sup>(3)</sup>	-4.484	-1.794	-380	1.560	3.341	-1.827
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) <sup>(3) (4)</sup>	-4.484	-1.794	-380	1.560	3.341	-1.827
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	-4.484	-2.728	-367	313	1.767	-3.550
Inversiones en Activos Fijos Netas		-1.486	-430	-550	-429	-908
Flujo de Caja Libre Operacional	-4.484	-4.213	-797	-237	1.338	-4.457
Dividendos Pagados						
Flujo de Caja Disponible	-4.484	-4.213	-797	-237	1.338	-4.457
Otros Movimientos de Inversiones				9		
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-4.484	-4.213	-797	-228	1.338	-4.457
Variación de Capital Patrimonial		1.352		2.004		
Variación de Deudas Financieras	7.757	973	1.681	-2.313	-466	2.282
Otros Movimientos de Financiamiento		-623	-581	1.620	-351	-686
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	3.274	-2.512	302	1.083	521	-2.861
Caja Inicial	1.114	4.054	1.542	1.844	2.928	3.449
Caja Final	4.387	1.542	1.844	2.928	3.449	588
Caja y equivalentes <sup>(5)</sup>	4.387	1.542	1.844	2.928	3.449	588
Cuentas por Cobrar Clientes		240	8.863	14.744	21.451	33.766
Inventario	24.045	66.197	58.399	54.656	70.515	104.793
Deuda Financiera <sup>(6)</sup>	7.943	8.750	10.466	8.085	7.600	9.576
Deuda Financiera Ajustada <sup>(7)</sup>	-184	-35.277	-13.732	13.358	4.611	7.934
<b>Activos Clasificados para la Venta</b>						
<b>Activos Totales</b>	<b>32.632</b>	<b>75.994</b>	<b>78.068</b>	<b>76.452</b>	<b>101.323</b>	<b>147.457</b>
<b>Pasivos Totales</b>	<b>18.209</b>	<b>16.781</b>	<b>33.170</b>	<b>56.666</b>	<b>80.657</b>	<b>125.379</b>
<b>Patrimonio + Interés Minoritario</b>	<b>14.422</b>	<b>59.213</b>	<b>44.898</b>	<b>19.786</b>	<b>20.666</b>	<b>22.079</b>

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

(2) Excluye gastos por renta anticipada y compra participativa.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados.

(4) Flujo de Caja Operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

(5) Caja y equivalentes: incorpora la cuenta efectivo y equivalentes al efectivo.

(6) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(7) Considera anticipos de clientes netos de obras en proceso.

**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto	53,6%	59,0%	59,8%	53,6%	52,0%	52,6%
Margen Operacional (%)	23,7%	25,7%	18,6%	10,3%	6,7%	5,5%
Margen Ebitda (%) <sup>(1)</sup>	25,1%	27,4%	20,7%	11,4%	7,6%	6,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	32,2%	7,5%	6,2%	16,8%	4,3%	6,4%
Costo/Ventas	46,4%	41,0%	40,2%	46,4%	48,0%	47,4%
Gav/Ventas	29,9%	33,3%	41,2%	43,3%	45,3%	47,1%
Días de Cobro	0,0	3,4	173,8	145,6	150,6	147,5
Días de Pago	24,8	40,8	55,3	102,6	107,4	151,0
Días de Inventario	684,2	2.307,3	2.847,5	1.163,3	1.031,7	965,8
Endeudamiento Total	1,3	0,3	0,7	2,9	3,9	5,7
Endeudamiento Financiero	0,6	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4
Endeudamiento Financiero Neto	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,4
Endeudamiento Financiero Ajustado <sup>(2)</sup>	0,0	-0,6	-0,3	0,7	0,2	0,4
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado <sup>(2)</sup>	-0,3	-0,6	-0,3	0,5	0,1	0,3
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	1,2	1,3	2,8	2,0	1,9	1,9
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda (vc) <sup>(2)</sup>	0,0	-5,1	-3,6	3,2	1,2	1,6
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	0,5	1,0	2,3	1,2	1,1	1,8
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda (vc) <sup>(2)</sup>	-0,7	-5,3	-4,1	2,5	0,3	1,5
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	7,3	6,6	34,3	2,6	2,5	2,4
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros Ajustados <sup>(3)</sup>	7,3	6,6	34,3	2,7	3,1	2,7
FCNOA / Deuda Financiera (%)	-56,4%	-20,5%	-3,6%	19,3%	44,0%	-19,1%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	-126,1%	-24,9%	-4,4%	30,2%	80,5%	-20,3%
Liquidez Corriente (vc)	7,9	8,3	6,8	1,3	1,6	1,4

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

(2) Considera anticipos de clientes netos de obras en proceso.

(3) Excluye gastos por renta anticipada y compra participativa.

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda.

**CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS**
**Emisión de Bonos Corporativos**
**Programa USD1**

Valor total de la emisión	3.000.000 de dólares
Fecha de registro	14.02.2023
Plazo de vencimiento	Desde 365 días a 1.465 días
Conversión	No Contempla
Garantía	Quirográfica

**Conforme a las regulaciones vigentes de rigor, se informa lo siguiente:**

Fecha de calificación: 31 de mayo de 2024.

Tipo de reporte: Nuevo instrumento.

Estados Financieros referidos al 31.12.2023.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

[www.feller-rate.com.py](http://www.feller-rate.com.py)

Av. Brasilia 236 c/José Berges, Asunción, Paraguay

Tel: (595) 21 200633 // Fax: (595) 21 200633 // Email: [info@feller-rate.com.py](mailto:info@feller-rate.com.py)

Entidad	Calificación Local	
Corar Internacional S.A.E.C.A.	Solvencia	BBB-py
	Bonos USD1	BBB-py
	Tendencia	Estable

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:

➤ [www.feller-rate.com.py](http://www.feller-rate.com.py)

## Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para corporaciones está disponible en <http://www.feller-rate.com.py/docs/pymetcorpo.pdf>

En tanto, el procedimiento de calificación podrá encontrarlo en <http://www.feller-rate.com.py/docs/pyproceso.pdf>

## Nomenclatura

BBB: Instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <http://www.feller-rate.com.py/gp/nomenclatura2.asp>

## Descripción general de la información empleada en el proceso de calificación

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

El Consejo deja constancia que en el proceso de evaluación de las entidades calificadas no se desarrollaron auditorías de los estados financieros. No obstante, con una periodicidad anual o según lo amerite la situación, Feller Rate revisa y analiza en terreno los procedimientos de crédito, con particular énfasis en los procedimientos de control y cuantificación del riesgo. Este análisis incluye, entre otros, la revisión de manuales operativos, manuales de crédito y de garantías e informes de auditoría y de control interno. Asimismo, incluye la revisión de una muestra de carpetas de crédito con el objetivo de verificar el cumplimiento de los procedimientos y evaluar la información disponible sobre los deudores en las diversas instancias de la gestión crediticia.

Vistos todos los puntos considerados y por acuerdo de todos los miembros del Consejo, se levantó la sesión a las 18:30 horas, designándose como firmantes a los Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo y María Betsabé Weil.

EDUARDO FERRETTI  
CONSEJERO

ESTEBAN PEÑAILILLO  
CONSEJERO

MARÍA BETSABÉ WEIL  
CONSEJERO