

Cooperativa Chortitzer Ltda.

Factores relevantes de la calificación

Robusto perfil operativo: La calificación de Cooperativa Chortitzer refleja los sólidos fundamentos operativos de la compañía derivados de su elevada diversificación, alta integración y complementariedad entre los diversos segmentos de negocios en los que participa, junto a su buen posicionamiento de mercado en los segmentos de leche y carnes, y buena proporción de ingresos que provienen de exportación. La cooperativa mantiene una elevada escala de operaciones, con ingresos que alcanzaron en 2024 a los Gs 4,7 billones (USD 623 millones), siendo una de las mayores cooperativas de producción del país.

Demostrada flexibilidad operativa: Chortitzer opera en varias etapas en la cadena de valor, desde producción, distribución hasta su comercialización lo que le ha significado márgenes de EBITDA muy estables, en torno al 6% los últimos años. El fuerte relacionamiento que mantiene con sus proveedores, siendo socios y también clientes en una alta proporción, le permite amortiguar con mayor flexibilidad los impactos propios de industrias cíclicas y mitigar el riesgo precio y de disponibilidad de la materia prima, aunque esto le signifique márgenes menores en relación con empresas comparables. En el pasado 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 normalizado.

Fujos operativos volátiles: La cooperativa participa en negocios cíclicos y con alta exposición al riesgo climático dada la concentración geográfica de los proveedores de materias primas y de sus activos operativos, que, sumado a las altas necesidades de capital de trabajo y estacionalidad de algunos negocios, junto al otorgamiento de créditos y captación de depósitos le ha generado flujos de fondos operativos volátiles. En 2024, presentó Flujos de Fondos Libres (FFL) positivos por Gs. 88.300 millones (USD 12 millones), aunque en los 7 años precedentes presentó FFL negativos durante 4 ejercicios, debido principalmente a las necesidades de capital de trabajo e inversiones de capital por compra de terrenos. Para 2025 se espera un EBITDA en torno al 6% histórico, pero FFL neutro a negativo como consecuencia del plan de inversiones, destinado principalmente a la adquisición de terrenos.

Buenas métricas crediticias con buena flexibilidad financiera: FIX considera en la calificación la trayectoria y el manejo financiero conservador reflejado en el su bajo apalancamiento histórico con terceros (sin considerar captaciones de socios), buenas coberturas e historial de rentabilidad junto a un adecuado nivel de solvencia en función de las recurrentes capitalizaciones de resultados. A su vez, FIX entiende que Chortitzer tiene la flexibilidad para adaptar planes de acción e inversiones de manera consistente con su capacidad de generación y captación de fondos. Por su parte, el valor de los activos, principalmente campos, eleva su flexibilidad financiera permitiéndole acceder a mejores condiciones de financiamiento. La cartera de créditos se ha mantenido altamente atomizada con bajos niveles de morosidad, aunque está concentrada en pocos segmentos de actividad.

Mayor apalancamiento esperado: FIX considera que el mayor nivel de deuda esperado para financiar sus inversiones principalmente en compra de terrenos, e incrementar el otorgamiento de préstamos neto de captaciones, es manejable, a pesar de mayores ratios de apalancamiento. El mismo está concentrado mayormente con Socios de la Cooperativa, representando el 73% a diciembre 2024. Asimismo, si bien las captaciones de ahorros de Socios se mantienen concentradas en cuentas corrientes de libre disponibilidad (34% del total de esa deuda), 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

Informe Integral

Calificaciones

Emisor **AApy**

Tendencia **Estable**

Resumen Financiero

| Cooperativa Chortitzer Ltda | | |
|--|------------|------------|
| Millones Gs | 31/12/2024 | 31/12/2023 |
| Total Activos | 4.232.536 | 3.942.848 |
| Deuda con Entidades Financieras | 624.828 | 621.046 |
| Deuda financiera con Socios | 1.660.932 | 1.458.940 |
| Ingresos | 4.714.301 | 4.259.754 |
| EBITDA | 291.742 | 288.357 |
| EBITDA (%) | 6,2 | 6,8 |
| Deuda | 7,8 | 7,2 |
| Total/EBITDA | | |
| Deuda con Entidades Financieras/EBITDA | 2,1 | 2,2 |
| EBITDA/Intereses | 5,0 | 7,4 |

Criterios Relacionados

[Manual de Procedimientos de Cooperativas, Registrado ante la Comisión Nacional de Valores, Paraguay.](#)

Analistas

Analista Secundario
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
 +54 11 5235 8100

Analista Secundario
 Gustavo Ávila
 Director Senior
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142

en el pasado. Como contrapartida, la Cooperativa mantiene créditos financieros con Socios por Gs. 1,8 billones, Gs. 0,2 billones superiores a deudas con Socios, aunque con mayor concentración de deuda neta con Socios de corto plazo por 0,5 billones, equivalentes a USD 68 millones).

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 estos dentro de la cooperativa.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación incorpora la expectativa 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 de forma consistente, con coberturas de intereses menores a 2x, y un crecimiento de créditos que no sean acompañados por mayores captaciones a plazo podrían significar bajas en la calificación.

Por su parte, una suba de calificación podría darse en caso de que la cooperativa mejores sus flujos operativos que le permitan financiar el otorgamiento de créditos e inversiones de forma más balanceada, con un apalancamiento menor a 2x. A su vez, mayor diversificación geográfica que minimicen los riesgos climáticos, mayor proporción de ahorros de largo plazo y/o mayor flexibilidad financiera y liquidez podrían derivar en subas de calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

Moderada posición de liquidez, aunque con buen acceso a financiamiento: La Cooperativa presenta una liquidez ajustada. A diciembre 2024, los Flujos Generados por las Operaciones (FGO) y las disponibilidades cubrían el 30% de la deuda de corto plazo de libre disponibilidad y préstamos bancarios. Mitigan la ajustada liquidez la flexibilidad financiera exhibida por el valor de sus activos y la atomización de contrapartes.

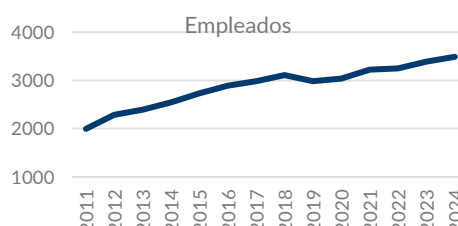
Cabe agregar que el apalancamiento neto con socios de libre disponibilidad ascendía en 2024 a Gs. 531.963 millones (USD 68 millones), aunque mitigado por la fidelidad exhibida históricamente por parte de los socios y el alto nivel de renovaciones de dichos préstamos.

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 8.458 socios y cuenta con 3.490 colaboradores (a diciembre 2024), 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.



Fuente: FIX en base a información de la compañía.



Fuente: FIX en base a información de la compañía.

Chortitzer se encuentra altamente

diversificada en actividades y negocios en los que participa, con fuertes sinergias y complementariedades entre ellas, que van desde venta de insumos como semillas, balanceados, combustibles y maquinaria junto a servicios de transporte con flota propia, hasta producción de leche y carne, intermediación financiera, de terrenos y acopio y comercialización de granos, sumado a locales propios donde vende mercadería propia y de terceros. Con ese fin opera 834 mil hectáreas (746 mil a través de sus socios y 88 mil propias) 23 salones de ventas, 7 sucursales y 4 centros de distribución.

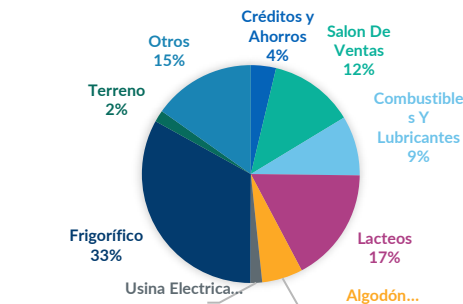
Chortitzer tienen muy elevada atomización de clientes y proveedores, los cuales en una alta proporción son los socios mismos, con concentración geográfica de los mismos dado que la cooperativa opera mayormente en la zona del Chaco paraguayo. A su vez, cerca de un 25% de sus ingresos provienen de exportaciones (28% en sobre el total de la facturación en 2024, a 32 países).

Los principales segmentos corresponden a la industria cárnica, lácteos, comercio y combustibles, que en 2024 representaron cerca del 71% de los ingresos, seguidos por los segmentos de intermediación de terrenos, algodón y créditos, ahorros y cuentas, que en conjunto representaron un 12% de los ingresos.

La compañía tiene una elevada escala, con ingresos que alcanzaron un nuevo récord histórico en 2024 por USD 638 millones, manteniéndose entre las cooperativas y compañías más grandes de Paraguay. En el pasado la compañía evidenció elevada resiliencia frente al incendio del frigorífico, la pandemia y la última sequía. En relación con los mercados, las ventas locales en 2024 representaron el 77% aproximadamente. Del 23% restante, el 70% corresponde a productos cárnicos, y el principal destino es Chile, concentrando el 48% del total de las exportaciones.

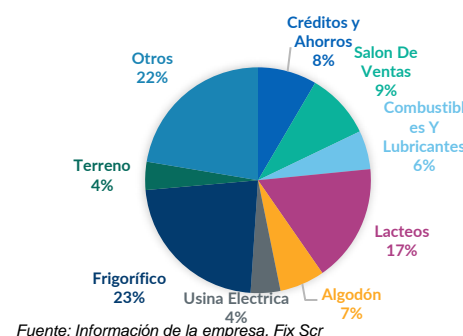
Tanto la industria frigorífica como la láctea son intensivas en el uso de agua y energía. Para el caso del agua la cooperativa cuenta con dos reservorios que actualmente garantizarían el abastecimiento por 1,5 años para utilización en el frigorífico y planta de lácteos, mientras que también operan una usina eléctrica que además abastece de energía eléctrica a los usuarios de la zona.

VENTAS 2024



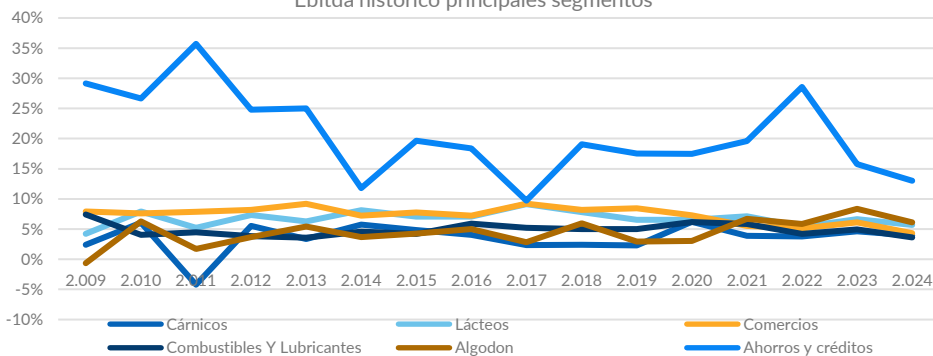
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

EBITDA 2024



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ebitda histórico principales segmentos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Por su parte, la compañía se beneficia del fuerte relacionamiento con sus proveedores, principalmente socios lo que le agrega flexibilidad operativa para amortiguar mejor los ciclos negativos tanto de precios como climáticos de mejor manera. Si bien esto le ha significado menores márgenes operativos en relación con otras compañías, también ha reducido su volatilidad.

Respecto a los costos de estructura, el mayor nivel de actividad ha reducido el peso de los mismos hasta alcanzar un nivel en torno al 16% en los últimos 4 años, desde niveles superiores al 20% en años anteriores. Mayor nivel de actividad podría reducirlos aún más en la medida que se incremente la capacidad utilizada de las plantas, en especial en el segmento de lácteos.

Chortitzer es una cooperativa en constante crecimiento. Las inversiones realizadas para mantenimiento, incremento de capacidad y desarrollo de nuevos negocios, han presionado

los Flujos de Fondos Libres los últimos años. En conjunto, estas inversiones han representado el 3% de las ventas.

A su vez, los negocios en los que opera Chortitzer son intensivos en capital de trabajo, de 73 días promedio histórico, principalmente por trabajar con elevados stocks, de 67 días promedio, por lo que, debido al crecimiento de los últimos años, la compañía ha requerido fondos, y, dado que también opera en negocios de elevada estacionalidad, los flujos operativos han sido volátiles.

Por su parte, el negocio de créditos, ahorro y cuentas, si bien tiene una participación relativamente baja en los ingresos, aunque con márgenes más elevados que el resto de los sectores, superiores al 10%, es el negocio con mayor movimiento de flujos. Así, en 2024 los créditos totales a socios otorgados se incrementaron en 175 mil millones, mientras que las captaciones lo hicieron en sólo 201 mil millones.

Por último, la cooperativa participa en otras sociedades que le agregan flexibilidad a la operatoria, reducen costos a la vez que permiten obtener sinergias con otras cooperativas de la zona.

| Compañías relacionadas | Actividad | Participación 2024 |
|-------------------------|--|--------------------|
| Ñandú S.A. | Sociedad agroganadera (engorde ganado) | 99% |
| Nuestra Patria S.A. | Sociedad agroganadera | 78% |
| Fundación Ideagro | Investigación agropecuaria / Genética | 46% |
| Pioneros del Chaco S.A. | Exposición / Acopio / Aceitera | 33% |
| Cencoprod | Tratamiento cuero, huesos y sebos | 32% |
| Ecop S.A. | Importación combustibles / fertilizantes | 24% |
| Bancop S.A. | Banco de propiedad corporativa | 19% |
| Tajy S.A. | Servicio de seguros | 5% |

Posición competitiva

Chortitzer es una de las dos cooperativas de producción más grandes de Paraguay, con una diversificada línea de negocios, registrando a diciembre 2024 el mayor Patrimonio neto, equivalente a USD 211 millones. Cuenta con ingresos mayores a USD 600 millones, 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.

En el segmento de lácteos cuenta con una participación del 27% del mercado de Paraguay, siendo la segunda marca más importante detrás de Lactolanda Ltda, aunque con caída en los últimos años a valores debajo de 30% principalmente debido al impacto de la sequía de los años precedentes. En el segmento cárnicos Chortitzer mantiene un nivel de faena que representa el 9% del total de Paraguay.

Considerando los niveles de facturación, Chortitzer representa poco más del 1% del PBI de Paraguay.

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.

La estrategia es coherente y se ha evidenciado una buena trayectoria de implementación. Además, hay un plan a 10 años, con presupuestos anuales que son aprobados en Asamblea.

Administración y calidad de los accionistas

La cooperativa pertenece a más de 8 mil socios. 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 desafiliaciones. 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 estos dentro de la cooperativa.

Riesgos del sector

Chortitzer opera en diferentes sectores que están expuestos a diferentes dinámicas y riesgos, no obstante, el riesgo climático está presente la mayoría de ellos, afectando la disponibilidad de materia prima, principalmente en el sector cárnico, de lácteos, algodón, etc. A su vez, un efecto climático adverso afecta los ingresos de los clientes, impactando también en los segmentos de agroinsumos y comercio, a la vez que puede impactar en la morosidad de los préstamos otorgados.

El segmento cárnico, uno de los principales, es un negocio cíclico, altamente competitivo y precios volátiles, que a su vez enfrenta riesgos regulatorios y fitosanitarios.

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.

En los sectores de comercio y combustibles, están más relacionados con la dinámica de la economía en general, crecimiento de la actividad económica, de salarios e inflación. Las expectativas climáticas como de la economía paraguaya son buenas por lo que se espera que la cooperativa pueda continuar evidenciando un buen desempeño.

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.
- Captaciones de ahorros concentrados en el corto plazo y préstamos de más largo plazo.
- Incumplimiento de regulaciones exigidas por Incoop.

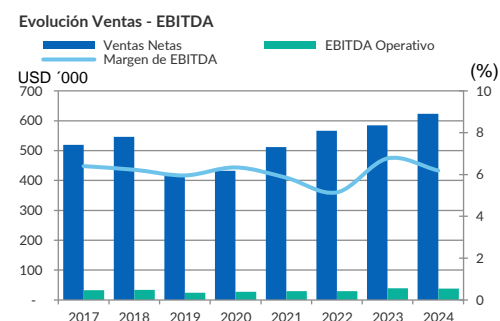
Perfil Financiero

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 cinco 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 2024, los ingresos se han incrementado un 6,6% interanual impulsado por el crecimiento en el segmento de terrenos, algodón y créditos, ahorros y cuentas, registrando USD 623 millones y un de EBITDA de USD 39 millones con un margen del 6,2%, en línea con el promedio de los últimos siete años en torno al 6%. La diversificación en líneas de negocios de la Cooperativa permite atenuar efectos negativos de determinados sectores en periodos adversos.

FIX entiende que la cooperativa se encuentra bien posicionada para continuar su proceso de crecimiento, principalmente a través del sector cárnico debido al incremento de ganado,



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

manteniendo márgenes operativos en línea a en un entorno climático normalizado y buenas perspectivas para la economía paraguaya.

Riesgo de crédito

Chortitzer continúa incrementado sustancialmente la cartera de créditos otorgados a sus socios, los que han representado el último año más del 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 el 69%, mientras que los de corto plazo un 31%. En 2024 los préstamos otorgados se incrementaron en más de Gs 175 mil millones, algo por encima del promedio de los últimos años. Se destaca que más del 80% de los préstamos son para producción y un 10% aproximadamente es para consumo, el cual incluye préstamos para vivienda.

Los últimos años la cooperativa ha presentados muy bajos niveles de morosidad, a la vez que mantiene una política de constitución de provisiones adecuada y los préstamos tienen algún tipo de garantía real, mayormente los de largo plazo. Por otro lado, las tasas que cobra están en línea con tasas comparables de mercado.

Al cierre de 2024 la compañía tenía otorgados más de 8 mil créditos de un promedio de Gs 202 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 apenas por debajo de las tasas activas promedios cobradas por entidades bancarias en préstamos de desarrollo. Dada la cantidad de préstamos otorgados por la cooperativa, presenta una baja concentración de contraparte y la morosidad ha estado por debajo del 1%. Los créditos garantizados representaban el 55% de la cartera a diciembre 2024.

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. Asimismo, Gs 275.828 millones tienen vencimiento menor a 12 meses, frente a colocaciones de socios que suman Gs 807.792 millones, de los cuales Gs 549.032 a cuenta corriente, pudiendo ser retirados en cualquier momento. Mitigan ese riesgo la atomización de contrapartes.

Riesgo de mercado

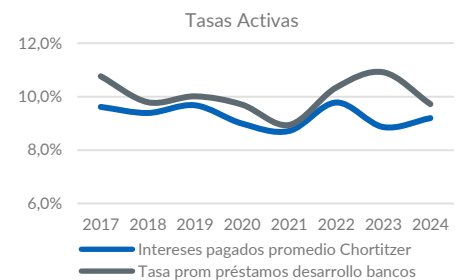
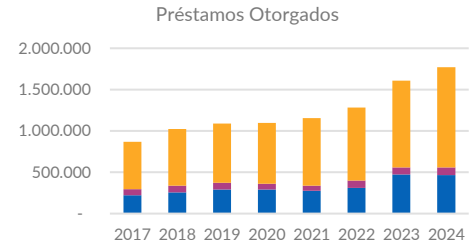
La cooperativa mantiene inversiones líquidas alocadas en depósitos bancarios que tienen nula volatilidad por lo que pueden considerarse disponibilidades, y elevan el índice de cobertura sobre captaciones, el cual alcanzó niveles del 8% al cierre de 2024, superior al requerido por INCOOP de 2%.

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 los préstamos de largo 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

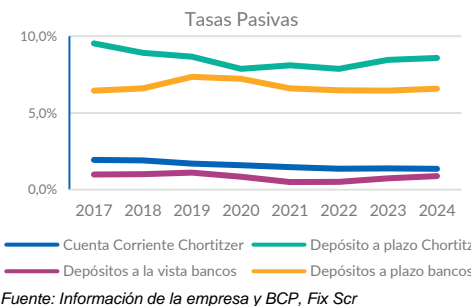
Históricamente Chortitzer ha mostrado una buena generación de flujos operativos, aunque volátiles, en función de los negocios en donde actúa, y la alta necesidad de capital de trabajo. A su vez, el nivel de inversiones, principalmente los últimos 4 años han presionado la generación de Fondos de Flujo Libres (FFL), lo que llevó a la compañía a incrementar su nivel de deuda financiera. Adicionalmente, en 2024 el crecimiento en los créditos otorgados a los socios presionó los flujos operativos.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



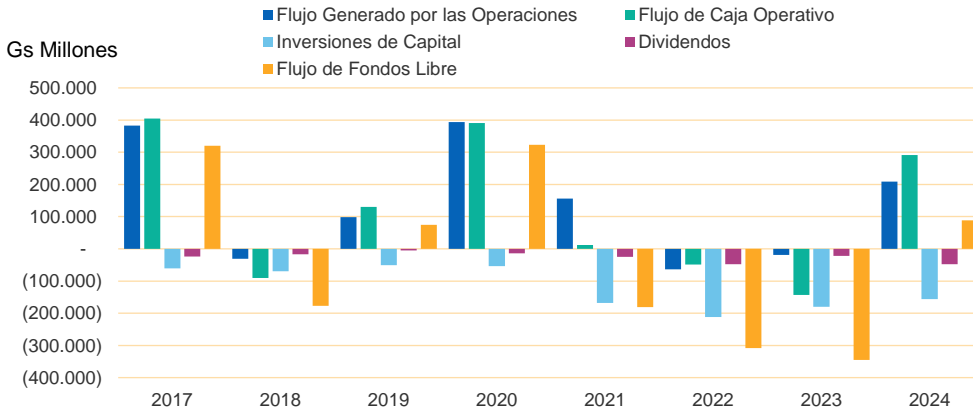
Fuente: Información de la empresa y BCP, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa y BCP, Fix Scr

FIX estima para 2025 un EBITDA en torno al 6% histórico, pero FFL neutro a negativo como consecuencia del plan de inversiones, destinado principalmente a la adquisición de terrenos. 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 con instituciones financieras, Gs 625 mil millones en 2024, que en términos de EBITDA representó el 2,1x. A diciembre 2024, incorporando los préstamos de socios la deuda alcanzó los Gs 2,3 billones (USD 292 millones) con un ratio Deuda/EBITDA de 7,6x, concentrada en un 48% en el largo plazo y con saldos en cuentas de llbre disponibilidad por Gs. 0,5 billones.

El patrimonio neto de la Cooperativa registró un crecimiento constante en los últimos siete años y ha mostrado un índice de solvencia patrimonial relativamente estable, registrando 39% a diciembre 2024, superior al mínimo requerido por la normativa INCOOP (equivalente al 10%). En tanto, a diciembre 2024, el pasivo total de la cooperativa representaba 1,6x su patrimonio, mayor los años anteriores, pero dentro del límite requerido por la normativa INCOOP (hasta 9x).

FIX considera que el mayor nivel de deuda esperado para financiar sus inversiones principalmente compra de terrenos y otorgamiento de préstamos es manejable, a pesar de mayores ratios de apalancamiento. Por su parte, si bien las captaciones de ahorros se mantienen concentradas en cuentas corrientes de corto plazo, 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, sumado a la atomización relativa de contrapartes.

Liquidez

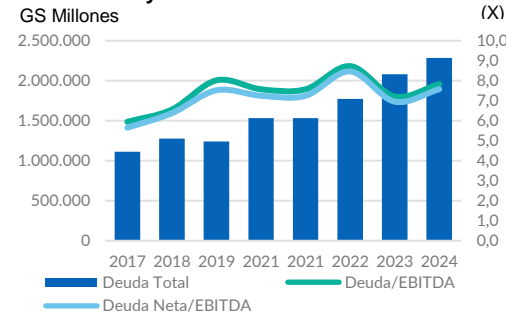
La Cooperativa presenta una liquidez ajustada. A diciembre 2024, los Flujos Generados por las Operaciones (FGO) y las disponibilidades cubrían el 30% de la deuda de corto plazo de libre disponibilidad y préstamos bancarios. Mitigan la ajustada liquidez la flexibilidad financiera exhibida por el valor de sus activos y la atomización de contrapartes.

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 40% de los activos, siendo la participación de los ahorros de corto plazo un 24% y la de los ahorros de largo plazo un 16% aproximadamente. Esta concentración en ahorros de corto plazo se ve mitigada por el constante incremento en la captación de estos a lo largo del tiempo junto a la

Deuda Total y Endeudamiento



(*Fuente: Información de la empresa, Fix Scr)

buena remuneración otorgada e incentivos para que los socios mantengan sus depósitos en la cooperativa.

Históricamente la compañía ha presentado buen acceso al mercado de crédito, financiándose principalmente dentro del sistema bancario y en 2023 ha incursionado en el mercado de capitales. Los activos en garantía, junto a su trayectoria y reconocimiento elevan su flexibilidad financiera y bajan el riesgo de refinanciación.

Anexo I – Resumen Financiero

| Resumen Financiero Cooperativa Chortitzer Ltda. | | | | | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (Millones de Gs, año fiscal finalizado en diciembre) | | | | | | | | |
| Cifras Consolidadas | 2.024 | 2.023 | 2.022 | 2.021 | 2.020 | 2.019 | 2.018 | 2.017 |
| Normas Contables | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF |
| Año | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
| Periodo | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses |
| Rentabilidad | | | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 291.742 | 288.357 | 203.275 | 202.484 | 185.149 | 154.599 | 194.740 | 187.359 |
| Margen de EBITDA | 6,2 | 6,8 | 5,1 | 5,8 | 6,3 | 6,0 | 6,2 | 6,4 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 6,7 | 0,6 | (1,4) | 5,9 | 15,8 | 5,0 | (0,5) | 19,0 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | 1,9 | (8,1) | (7,8) | (5,2) | 11,1 | 2,9 | (5,7) | 10,9 |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | 11,4 | 11,2 | 9,5 | 11,1 | 11,6 | 5,4 | 10,0 | 10,8 |
| Coberturas | | | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 4,6 | 0,5 | (2,3) | 13,1 | 30,1 | 5,8 | (0,6) | 23,3 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 5,0 | 7,4 | 10,7 | 15,7 | 13,7 | 7,6 | 10,0 | 10,9 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| FGO / Cargos Fijos | 4,6 | 0,5 | (2,3) | 13,1 | 30,1 | 5,8 | (0,6) | 23,3 |
| FFL / Servicio de Deuda | 0,1 | (0,3) | (0,3) | (0,2) | 0,4 | 0,1 | (0,2) | 0,5 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 0,2 | (0,2) | (0,3) | (0,1) | 0,6 | 0,2 | (0,2) | 0,6 |
| FCO / Inversiones de Capital | 1,9 | (0,8) | (0,2) | 0,1 | 7,3 | 2,6 | (1,3) | 6,7 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 8,6 | 102,0 | (39,7) | 9,1 | 3,3 | 10,4 | (117,8) | 2,8 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 7,8 | 7,2 | 8,7 | 7,6 | 7,4 | 8,0 | 6,6 | 5,9 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 7,6 | 7,0 | 8,5 | 7,2 | 6,7 | 7,5 | 6,4 | 5,7 |
| Deuda con entidades financieras / EBITDA | 2,1 | 2,2 | 2,0 | 1,2 | 1,0 | 1,4 | 1,6 | 1,2 |
| Deuda Neta con entidades financieras / EBITDA | 1,9 | 1,9 | 1,7 | 0,9 | 0,4 | 0,9 | 1,4 | 0,9 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 2,7 | 2,0 | 1,2 | 0,9 | 1,0 | 1,6 | 1,6 | 1,5 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%) | 43,8 | 45,4 | 51,7 | 55,6 | 54,9 | 54,0 | 52,8 | 55,6 |
| Balance | | | | | | | | |
| Total Activos | 4.232.536 | 3.942.848 | 3.364.035 | 3.050.525 | 2.749.563 | 2.537.314 | 2.507.300 | 2.227.120 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 75.475 | 74.674 | 53.581 | 65.587 | 114.340 | 76.701 | 35.345 | 55.237 |
| Deuda Corto Plazo con Entidades Financieras | 107.867 | 173.998 | 113.310 | 36.251 | 24.051 | 54.667 | 119.188 | 27.769 |
| Deuda Largo Plazo con Entidades Financieras | 516.960 | 447.048 | 289.508 | 204.223 | 163.186 | 164.752 | 183.052 | 188.864 |
| Deuda Corto Plazo con Socios | 1.000.822 | 944.720 | 917.687 | 852.754 | 748.774 | 668.992 | 675.072 | 620.095 |
| Deuda Largo Plazo con Socios | 660.110 | 514.220 | 454.224 | 440.230 | 427.280 | 351.595 | 300.457 | 277.656 |
| Deuda Total | 2.285.760 | 2.079.986 | 1.774.729 | 1.533.458 | 1.363.290 | 1.240.006 | 1.277.768 | 1.114.383 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 2.285.760 | 2.079.986 | 1.774.729 | 1.533.458 | 1.363.290 | 1.240.006 | 1.277.768 | 1.114.383 |
| Deuda Fuera de Balance | 11.747 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 2.297.506 | 2.079.986 | 1.774.729 | 1.533.458 | 1.363.290 | 1.240.006 | 1.277.768 | 1.114.383 |
| Total Patrimonio | 1.653.256 | 1.531.372 | 1.394.722 | 1.322.666 | 1.221.741 | 1.115.093 | 1.069.174 | 987.252 |
| Total Capital Ajustado | 3.950.763 | 3.611.358 | 3.169.451 | 2.856.124 | 2.585.031 | 2.355.098 | 2.346.942 | 2.101.635 |
| Flujo de Caja | | | | | | | | |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 208.757 | (18.371) | (63.840) | 156.189 | 394.287 | 98.446 | (30.380) | 382.550 |
| Variación del Capital de Trabajo | 82.868 | (125.136) | 15.041 | (144.338) | (3.137) | 32.076 | (59.754) | 22.367 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 291.624 | (143.507) | (48.799) | 11.852 | 391.151 | 130.522 | (90.134) | 404.917 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | (20) | (20) | (16) | (16) | (12) | (8) | (4) | 0 |
| Inversiones de Capital | (155.993) | (179.805) | (211.798) | (167.651) | (53.664) | (50.790) | (69.520) | (60.876) |
| Dividendos | (47.311) | (22.051) | (48.096) | (25.077) | (13.952) | (5.253) | (17.272) | (23.573) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | 88.300 | (345.383) | (308.709) | (180.892) | 323.523 | 74.472 | (176.930) | 320.469 |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 65.806 | 0 | 0 |
| Otras Inversiones, Neto | (290.118) | 43.289 | 78.388 | 9.506 | (195.107) | (2.620) | 80 | (2.467) |
| Variación Neta de Deuda | 205.774 | 218.228 | 162.344 | 53.238 | (32.182) | (82.821) | 84.776 | 15.330 |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 0 | 0 | 0 | 1.951 | 1.769 | 1.042 | (14.006) | (11.654) |
| Variación de Caja | 3.956 | (83.866) | (67.977) | (116.197) | 98.003 | 55.878 | (106.080) | 321.678 |
| Estado de Resultados | | | | | | | | |
| Ventas Netas | 4.714.301 | 4.259.754 | 3.950.121 | 3.463.084 | 2.921.129 | 2.595.792 | 3.126.892 | 2.926.700 |
| Variación de Ventas (%) | 10,67 | 7,84 | 14,06 | 18,55 | 12,53 | (16,98) | 6,84 | 9,78 |
| EBIT Operativo | 220.163 | 223.964 | 150.170 | 151.181 | 135.576 | 95.003 | 135.056 | 137.487 |
| Intereses Financieros Brutos | 57.862 | 38.765 | 19.086 | 12.904 | 13.560 | 20.471 | 19.534 | 17.184 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | 181.536 | 164.551 | 128.702 | 141.029 | 135.211 | 59.301 | 102.367 | 106.866 |

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.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings).
- NC: Normas Contables Vigentes en Paraguay.
- USD: dólar estadounidense
- CAPEX: inversión de capital
- BCP: Banco Central de Paraguay
- Commodities: Productos no diferenciados.

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 **17 de marzo de 2025**, confirmó 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: 17 de marzo de 2025.
- Tipo de reporte: Revisión de calificación.
- Estados Financieros referidos al 31.12.2024.
- 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 | AApy |
| Cooperativa Chortitzer Ltda. | 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:

- <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 31/12/24 (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.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.