

	Dic. 2018	Abr. 2019
Solvencia	AA-py	AA-py
Tendencia	Estable	Estable

* Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2016	2017	2018
Margen operacional	2,8%	3,0%	1,6%
Margen Ebitda Productivo	2,3%	1,9%	1,1%
Margen Financiero Neto/Ing. Financiero	19,7%	28,6%	17,0%
Endeudamiento financiero total	1,6	1,4	1,4
Endeudamiento financiero bancario	0,0	0,1	0,1
Ebitda Productivo/ Gastos financieros bancarios	11,7	10,0	5,7
Ebitda Productivo Aj./Gastos financieros bancarios	13,2	11,7	7,5
Deuda financiera bancaria / Ebitda productivo	0,7	1,1	2,4
Deuda financiera bancaria / Ebitda productivo Aj.	0,6	0,9	1,8
FCNO anual / Deuda Financiera total	6,8%	11,2%	5,2%
Liquidez corriente	0,9	1,0	1,0

(1) Ebitda: Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

(2) Ebitda Productivo: Resultado Operacional - Margen Financiero Neto + Amortizaciones y depreciaciones.

(3) Ebitda Productivo Aj.: Ebitda Productivo + Excedente en participación en Sociedades y Central Coop.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Diversificación de negocios					
Fuerte posición de mercado					
Industria de alimentos competitiva y expuesta al ciclo económico					
Exposición al riesgo crédito por negocio financiero					
Exposición a riesgo sanitario y climático					

Posición Financiera: Sólida					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad y generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

Analistas: Esteban Sánchez C.
esteban.sanchez@feller-rate.cl
(56) 22757-0482
Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.cl
(56) 22757-0463

Fundamentos

La clasificación "AA-py" otorgada a la solvencia de Fernheim Ltda. Cooperativa Colonizadora Multiactiva (Fernheim) responde a un Perfil de Negocios "Satisfactorio" y una Posición Financiera "Sólida".

Fernheim es una cooperativa constituida en 1942, cuyo centro administrativo es la ciudad de Filadelfia, en el Chaco Paraguayo. Dada su naturaleza multiactiva, Fernheim realiza actividades productivas, provee servicios y actúa como una cooperativa de ahorro y crédito.

Sus principales líneas de negocios productivas son la producción, comercialización y exportación de carne bovina mediante su planta faenadora Frigochaco; la elaboración y comercialización de productos lácteos bajo la marca COOP; y la producción agropecuaria para exportación de maní, sésamo y soja, entre otros.

Por otra parte, a nivel de servicios, Fernheim realiza una multitud de actividades comerciales destinadas a satisfacer las demandas de la población de su zona de influencia, destacando el rubro de supermercados, farmacias, estaciones de servicio y distribución eléctrica, entre otros.

El negocio de ahorro y crédito está enfocado principalmente a sus socios, donde Fernheim les ofrece alternativas de ahorro a plazo y servicios de cuentas corrientes con líneas de créditos y créditos de consumo, aplicando una política de acuerdo con la normativa para constituir previsiones.

La cartera de créditos presenta una mora sobre 60 días de un 2,6% al cierre de 2018, cifra en línea con el promedio del mercado financiero paraguayo.

Los resultados de la cooperativa están influenciados por las variaciones a los precios internacionales de sus principales productos y los tipos de cambios de los mercados donde exporta, lo que ha resultado en una alta volatilidad para todo el periodo analizado.

Fernheim ha tenido ingresos crecientes en los últimos años, registrando un incremento anual de un 6% a diciembre de 2018. Ello, impulsado principalmente por el consumo interno y la venta de productos y servicios a terceros. Sin embargo, presenta una generación de ebitda total ajustado volátil, la que, a igual periodo, alcanzaba los G\$ 39.398 millones (G\$ 61.166 millones en 2017).

Por otra parte, en los últimos años la cooperativa ha mantenido una estrategia de financiamiento, mayoritariamente, vía recursos propios, lo que ha resultado en niveles de deuda bancaria menores a periodos anteriores. Al cierre de 2018, los pasivos financieros totales fueron de G\$ 981.881 millones, de los cuales G\$ 47.279 millones correspondían a deuda bancaria y, el resto, a los pasivos por captaciones de ahorro a la vista y a plazo. Lo anterior, unido a una política de capitalización, ha resultado en un patrimonio que crece por sobre la deuda financiera total para todo el periodo de análisis, lo que se refleja en un indicador de endeudamiento financiero total que pasó de 1,9 veces en 2010 a 1,4 veces en 2018.

La liquidez es "Robusta", gracias a la capacidad de generación operacional de la empresa, un nivel de caja y equivalentes por G\$69.934 millones, al cierre de 2018, y amplias disponibilidades de crédito tanto en dólares como en guaraníes.

Tendencia: Estable

ESCENARIO BASE: Incorpora que Fernheim mantendrá su estrategia conservadora de financiamiento de sus operaciones e inversiones, continuando con una baja deuda bancaria y una posición de liquidez robusta. También considera un negocio financiero conservador, con riesgo controlado.

ESCENARIO DE BAJA: Se estima poco probable en el corto a mediano plazo.

ESCENARIO DE ALZA: Podría ocurrir producto de un incremento y estabilización de los márgenes, pero siempre asociado a un negocio financiero con riesgo controlado.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO	POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA
<h3>Factores Clave</h3> <ul style="list-style-type: none"> Alta diversificación de líneas de negocios. Fuerte posición de mercado en sus principales productos. Exposición a riesgo crédito producto del negocio de Ahorro y Crédito, pero con bajos niveles de mora y baja concentración por ahorrante y deudor. Industria de alimentos competitiva y expuesta al ciclo económico de sus mercados de destino y al riesgo sanitario y climático. 	<h3>Factores Clave</h3> <ul style="list-style-type: none"> Márgenes expuestos a la volatilidad de los precios y costos de sus principales productos. Bajo endeudamiento con entidades financieras. Robusta posición de liquidez.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

PERFIL DE NEGOCIOS

Satisfactorio

Gestión

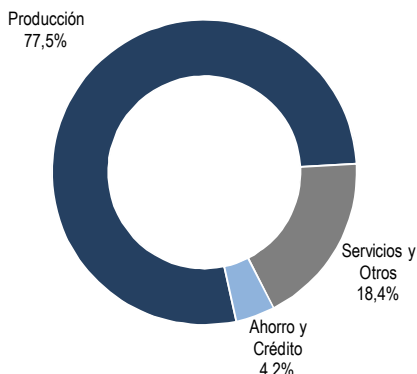
La cooperativa está dirigida por un Consejo de Administración formado por 7 miembros electos por los socios por un periodo de 3 años.

Al 31 de diciembre de 2018, la cooperativa poseía 2.260 socios, donde cada uno es un voto y representa una familia.

Para la gestión de la cooperativa existe una completa estructura con comités para cada línea de negocios e instancias de control que responden al Consejo de Administración y la Asamblea de Socios.

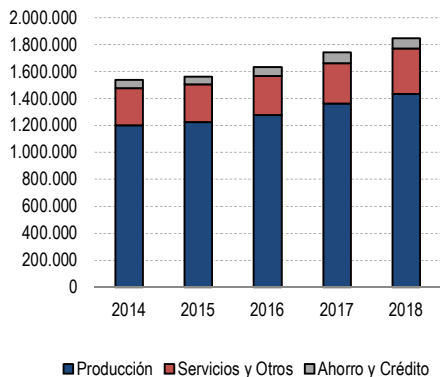
Ingresos por Tipo de Negocio

Datos a diciembre de 2018



Evolución de los Ingresos por Tipo de Negocio

Cifras en millones de Guaraníes



Fernheim Ltda. Cooperativa Colonizadora Multiactiva (Fernheim) fue constituida en 1942 por inmigrantes provenientes de la ex Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas que fundaron la Colonia Fernheim, en 1930, en la zona del Chaco Central del Paraguay.

Actualmente, el centro administrativo de la cooperativa está situado en la ciudad de Filadelfia, capital del Departamento de Boquerón, urbe fundada por los colonos en una ubicación geográfica estratégica dada la presencia de agua dulce y la cercanía de las aldeas que conforman la Colonia Fernheim.

Cooperativa Multiactiva con alta diversificación de negocios y fuerte posición de mercado

Fernheim es una cooperativa definida como "Multiactiva", lo que implica que está constituida para satisfacer las variadas necesidades de sus socios y población de su zona de influencia, debiendo organizar sus servicios en departamentos o secciones independientes de acuerdo al tipo.

Lo anterior permite a Fernheim conformar un portfolio de líneas de negocios altamente diversificado, manteniendo una fuerte posición de mercado en la mayoría de sus productos y servicios.

Sin embargo, para el análisis Feller Rate ha agrupado en tres grandes tipos de negocios las actividades de Fernheim:

— **NEGOCIOS PRODUCTIVOS:**

La principal actividad de la cooperativa Fernheim corresponde a negocios productivos, los cuales, históricamente, han representado por sobre un 75% de los ingresos totales de la entidad (77,5% al cierre de 2018).

Los negocios productivos son liderados por la elaboración y comercialización de carne bovina mediante su planta faenadora Frigochaco, ubicada en Limpio, la cual cuenta con una capacidad de procesamiento de 1.100 animales por día.

Durante el 2018, Frigochaco procesó 197.851 animales, lo que significó cerca del 10% de lo procesado en Paraguay durante ese período. De la producción, un 52,6% se destinó a la exportación, siendo los principales mercados: Chile, Rusia e Israel, pero con mercados emergentes como Taiwán.

El ganado procesado proviene de la compra a socios de la cooperativa, terceros ganaderos paraguayos y ganado propio criado en las cinco haciendas que posee y gestiona directamente la cooperativa.

Actualmente la cooperativa se encuentra realizando inversiones en haciendas de manera de aumentar la producción ganadera propia, además de incorporar nuevas tecnologías en la planta faenadora que le permita acceder a nuevos mercados.

Otra línea de negocios productivos es la elaboración y comercialización de productos lácteos, bajo la marca propia CO-OP, la cual tiene un posicionamiento relevante en el mercado paraguayo.

Estos productos tienen como destino el mercado local y se elaboran en una planta industrial ubicada en Filadelfia, la cual procesó más de 25,7 millones de litros de leche para Fernheim en 2018, siendo adquirida principalmente a los socios de la cooperativa.

Por último, dentro de las actividades productivas, Fernheim procesa y comercializa, principalmente para exportación, productos agrícolas como maní, sésamo y soja, entre otros.

Estos productos se elaboran en una planta industrial ubicada en Filadelfia y se abastecen de materia prima cultivada principalmente por socios de la cooperativa.

— **SERVICIOS:**

Los ingresos provenientes de servicios corresponden principalmente a actividades comerciales y la provisión de servicios básicos a la población de la zona de influencia de la cooperativa Fernheim, lo que abarca la ciudad de Filadelfia y los alrededores donde se ubican las 25 aldeas que conforman actualmente la Colonia Fernheim.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

Servicios y Otros representaron, a diciembre de 2018, un 18,4% del total de ingresos operativos de Fernheim (17,2% en 2017).

La principal actividad de servicios es la venta de supermercados, farmacias, locales comerciales y estaciones de servicio de venta de combustible, tanto en Filadelfia como en sus alrededores.

Fernheim también provee parte de los servicios básicos en su zona de influencia, como la distribución de energía eléctrica, agua y telefonía.

Adicionalmente, dentro de estas actividades se agrupan negocios como veterinaria, venta de vehículos, maquinaria agrícola, en conjunto con sus respectivos servicios técnicos y repuestos, hotelería, restaurantes, entre otros.

— AHORRO Y CRÉDITO:

El tercer tipo de actividad que realiza Fernheim es el negocio financiero, actuando como una cooperativa de ahorro y crédito.

El Departamento de Ahorro y Crédito de la cooperativa ofrece a sus socios y clientes la posibilidad de depositar sus ahorros a plazos fijos (6 meses, 1 año, 2 años, 3 años y 5 años), en Guaraníes u otras Monedas.

Al 31 de diciembre de 2018, los montos de ahorros que manejaba Fernheim fueron de G\$ 920.273 millones (sin incluir intereses devengados) creciendo un 6,1% respecto del año 2017. Del total, un 66,3% tenía vencimiento antes de 12 meses.

Por otra parte, Fernheim ofrece a sus socios un servicio de cuenta corriente con líneas de créditos para sobregiros y créditos de consumo. Adicionalmente, la cooperativa está habilitada como Institución Financiera intermediaria para colocar recursos de la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD).

Al 31 de diciembre de 2018, la cartera bruta de crédito que mantenía Fernheim, alcanzó los G\$ 779.603 millones, creciendo un 6,6% respecto del año 2017. Del total de la cartera, un 41,6% tenía vencimiento en menos de 12 meses.

Negocio de Ahorro y Crédito con buenos indicadores de calidad de cartera y baja concentración por ahorrante y deudor

Como se menciona anteriormente, Fernheim actúa como cooperativa de ahorro y crédito para sus socios, ofreciéndoles el servicio de cuentas de ahorro y cuentas corrientes, con posibilidades de acceder a líneas de sobregiro, líneas de crédito, préstamos de consumo y financiamiento vía la intermediación de créditos de la AFD.

Todo crédito, cualquiera sea su naturaleza, deberá ser desembolsado sobre "Líneas de Crédito", previamente aprobadas, para lo cual los socios deberán tener las siguientes condiciones: estar al día con todas sus obligaciones societarias (aporte, créditos vigentes, etc.); completar y firmar con sus cónyuges la Solicitud de Crédito o de Sobregiro en Cuentas Corrientes, proveída por la cooperativa; contar con información financiera actualizada y vigente, a ser suministrada en los formularios proveídos a tal efecto por la cooperativa, en relación a sus activos, pasivos (incluyendo los contingentes, como las codeudorías, avales, etc.), ingresos y egresos; contar con suficiente capacidad de pago para con los compromisos asumidos y/o a asumir; no tener operaciones morosas de ningún tipo; no tener demandas judiciales que pudieran afectar significativamente los bienes del socio; ofrecer las eventuales garantías que le fueran requeridas; entre otros.

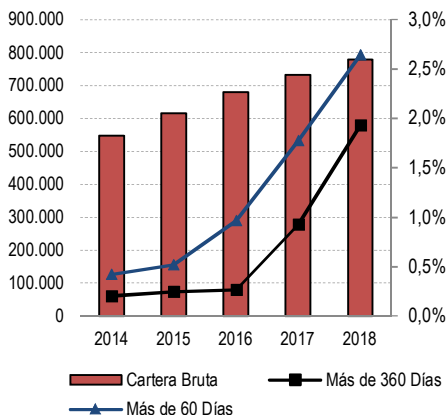
De todas maneras, el Consejo de Administración a solicitud del Dpto. de Finanzas, podrá establecer otras condiciones según considere pertinentes, modificando total o parcialmente las señaladas precedentemente.

Las Solicitudes de Crédito son aprobadas por distintos niveles de responsables, de acuerdo al porcentaje solicitado sobre la línea de crédito asignada por la cooperativa, donde el nivel mínimo lo aprueba el Jefe de Departamento y el nivel máximo lo aprueba el Comité de Crédito.

Respecto de la política de provisiones, Fernheim se ajusta a la normativa vigente para cooperativas de ahorro y crédito, la cual indica que todo préstamo normal deberá ser mensualmente categorizado de acuerdo a tipos de riesgo según los períodos de mora, desde "Normal" a "Irrecuperable", y en base a esto, constituir las provisiones destinadas a cubrir el riesgo de pérdida en la cartera.

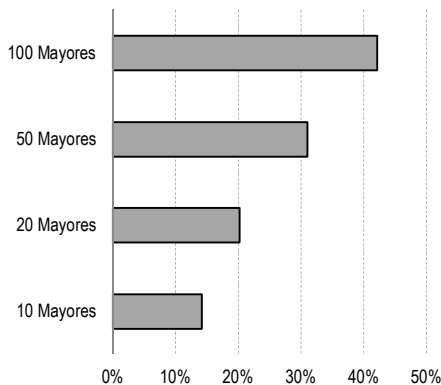
Evolución de la Cartera y Morosidad

Mora sobre la Cartera Bruta



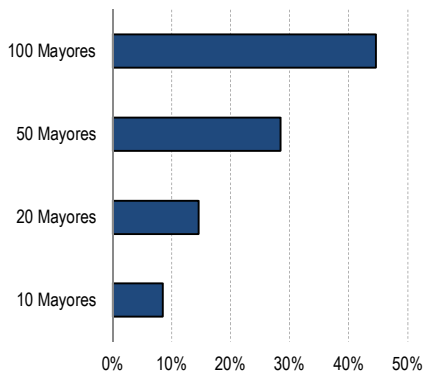
Concentración de Ahorrantes

Diciembre 2018



Concentración de Deudores

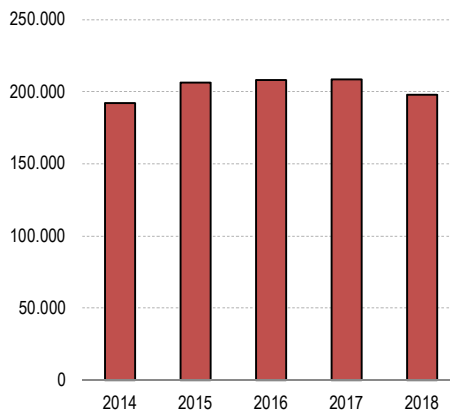
Diciembre 2018



Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

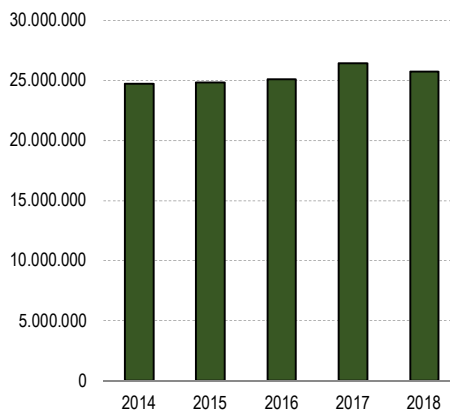
Producción Frigochaco

Cabezas de ganado faenado



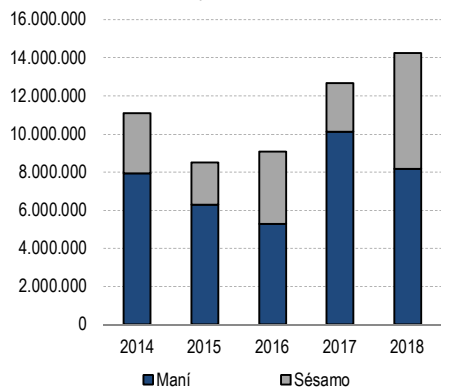
Producción Lácteos

Litros de leche procesada



Producción Agroindustrial – Principales Productos

Kilos procesados



Para la cobranza, Fernheim posee un departamento de seguimiento y cobranza que actúa de manera preventiva y según las fechas de pago toma contacto con los socios deudores, no registrando hasta la fecha cobranzas judiciales.

La cooperativa permite el refinanciamiento o repactación de créditos morosos posterior a la justificación formal de la situación por parte del socio al Comité de Crédito y el pago de al menos un 10% de capital involucrado (en caso de existir vto. de capital) y el total de los intereses devengados. No se permiten más de dos reestructuraciones para un mismo crédito.

Es importante destacar que, debido a sus características de cooperativa multiactiva, Fernheim posee una gran cantidad y calidad de información respecto de las actividades comerciales y financieras de sus socios, además de poseer garantías indirectas debido a que los predios de sus socios, en su gran mayoría, son de propiedad de la cooperativa y se encuentran traspasados a éstos mediante contratos de uso y posesión.

Producto de todo lo anterior, los niveles de morosidad de la cartera de Fernheim están en línea con lo evidenciado por el sistema financiero paraguayo. A diciembre de 2018, la mora mayor a 60 días alcanzaba el 2,6% de la cartera bruta, donde el 1,9% superaba los 360 días, con un indicador de riesgo (stock de provisiones sobre mora total) de 0,3 veces.

Adicionalmente, al 31 de diciembre de 2018, la cartera repactada representaba un 0,02% de la cartera bruta y se encontraba sin mora superior a 60 días.

Por otra parte, la concentración por ahorrante y deudor para Fernheim es considerada baja, producto que los 10 mayores deudores han promediado un 8,5% de la cartera bruta en los últimos 5 años y los 10 mayores ahorrantes han promediado un 13,2% del total de montos ahorrados en los últimos 5 años.

Alta exposición de sus principales productos a los ciclos económicos

La industria faenadora de carne paraguaya exporta sus productos a distintos mercados, destacando países como Rusia, Chile, Israel, Brasil, Taiwán y Uruguay, entre otros, compitiendo directamente con otros países exportadores de la región como los mismos Brasil, Uruguay y Argentina.

La demanda y el consumo mundial de proteínas se encuentran fuertemente ligados al crecimiento de la población y al ingreso per cápita de los países.

Actualmente, tanto el consumo como la producción mundial de proteínas están fuertemente concentrados en los países asiáticos. No obstante, son los países desarrollados los que muestran los mayores consumos per cápita, dada la positiva correlación entre el estándar de vida y el consumo de proteínas.

Desde el año 2000, el mundo aumentó en promedio cerca de 5 kg. el consumo de carnes per cápita, lo que es consistente con la tendencia esperada, ya que los países en desarrollo o emergentes han mejorado su estándar de vida y su ingreso disponible.

Por otra parte, en los últimos años, se ha observado un cambio en los hábitos de consumo en los países desarrollados hacia alimentos más saludables (pollo, cortes magros de cerdo, pavo y salmón), de mayor nivel de elaboración y facilidad de uso.

Para los próximos años, se espera que el consumo per cápita de carnes se mantenga relativamente estancado, no obstante, debido a las altas tasas de crecimiento de la población en gran parte del mundo en desarrollo, aún se espera que el consumo total se incremente en cerca de un 1,5% por año.

Exposición al riesgo sanitario, climático y a presiones ambientalistas

Los negocios relacionados a los rubros agrícolas y ganaderos se encuentran expuestos a variables exógenas como el clima, las enfermedades y las presiones ambientalistas.

Los negocios ganaderos, tanto para la producción de carne, como de lácteos, se encuentran expuestos principalmente a enfermedades y epidemias, las cuales pueden provocar alteraciones en los niveles de producción, de rendimientos, costos y de resultados, además del cierre de mercados.

Por su parte, el negocio de productos agrícolas está expuesto a factores climáticos y fitosanitarios, que pueden afectar la producción tanto local como en otros países, influyendo en la disponibilidad

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

y precio de los productos en la industria, generando la posibilidad de fuertes desajustes entre oferta y demanda.

Industrias altamente competitivas

Fernheim participa en industrias altamente competitivas en Paraguay y está expuesto a las variaciones de los costos de sus principales materias primas.

En la industria de carne paraguaya, Fernheim ocupa el quinto lugar en exportaciones, con un 8% de participación de mercado, tanto en volúmenes como en valor, compitiendo con el gigante mundial JBS (1°) mediante su filial local y con grandes productores locales como Frigorífico Concepción (2°). Adicionalmente, en los mercados de exportación compiten con productores de países como Brasil, Argentina, Uruguay, Estados Unidos de Norteamérica, Australia, etc.

A nivel de sus exportaciones de productos agrícolas, Fernheim debe enfrentar la competencia de grandes productores locales y, principalmente, de los grandes productores mundiales como, China, Estados Unidos de Norteamérica, México, etc.

A nivel de productos lácteos, Fernheim apunta al mercado local paraguayo, el cual, como la mayoría de los mercados de la región, es altamente competitivo, tanto por una gran variedad de productores locales, como por productos importados.

Industrias exportadoras expuestas a volatilidad en los tipos de cambio

Como se menciona anteriormente, gran parte de la producción de Fernheim está destinada a la exportación a distintos mercados como Chile, Rusia, Holanda, Alemania, Israel, entre otros, lo que la expone a las volatilidades de los tipos de cambio por la presencia de costos en Guaraníes y por las diferencias de competitividad de Paraguay frente a monedas de países que compiten en los mismos mercados.

Históricamente, Fernheim no utilizó coberturas financieras, generando un mecanismo de provisiones destinadas a enfrentar las volatilidades del tipo de cambio, como de los precios de sus productos y materias primas.

Sin embargo, a partir de 2017, la cooperativa ha mantenido operaciones de cobertura financiera sobre el tipo de cambio, cubriendo, al cierre de 2018, un 35% de su exposición total a dólares de Estados Unidos de Norteamérica, lo que, sumado a las provisiones mencionadas anteriormente, mitigan de manera adecuada el riesgo de variaciones de la moneda.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

POSICIÓN FINANCIERA

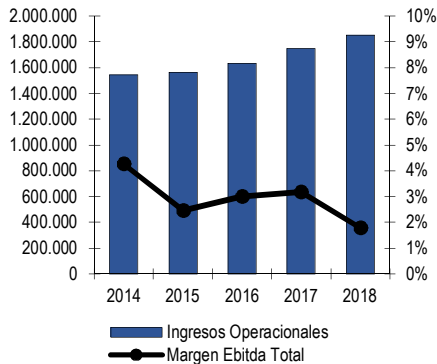
Sólida

Resultados y márgenes

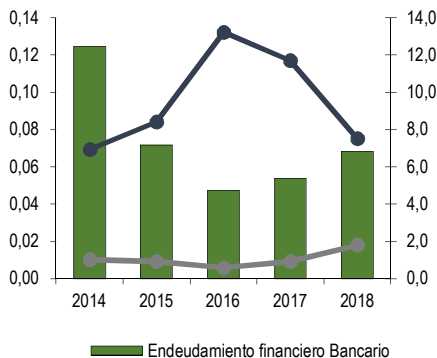
Volatilidad de los márgenes asociada a la variabilidad de los precios y costos de sus principales productos

Evolución de los Ingresos y Márgenes

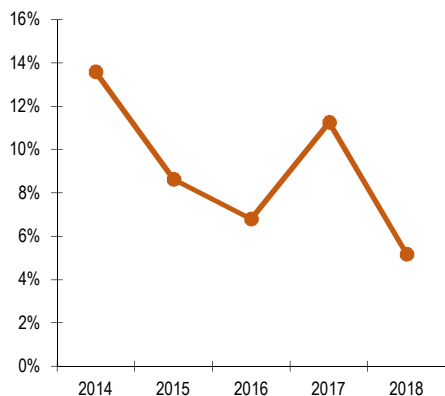
Cifras en millones de Guaraníes



Evolución del Endeudamiento bancario e Indicadores de Solvencia



Cobertura de FCNO sobre Deuda Financiera Total



Los resultados de la cooperativa Fernheim han evidenciado, históricamente, una alta volatilidad derivada de las variaciones inherentes a los negocios productivos en que participa, afectados por los precios internacionales y los tipos de cambios. Ello, asociado a la coyuntura económica global y de sus principales destinos de exportación, la situación fitosanitaria y climática a nivel local, y la fuerte competencia, tanto a nivel nacional, como internacional.

De esta forma, si bien la compañía exhibe una tendencia positiva en sus ingresos operacionales totales, con un crecimiento promedio anual de un 6,1% en los últimos cinco años, ha evidenciado, a igual periodo, mayores presiones sobre su estructura de costos, con una variación promedio anual creciente de un 7,3%.

En línea con lo anterior, la cooperativa presenta una generación de Ebitda total ajustado (considera los excedentes en participaciones en Sociedades y Central Coop.) volátil, alcanzando, a diciembre de 2018, los G\$

En línea con lo anterior, la cooperativa presenta una generación de Ebitda total volátil, alcanzando, a diciembre de 2018, los G\$ 39.398 millones, registrando una disminución de un 35,6% respecto de igual periodo del año anterior. Esto, debido principalmente a mayores presiones sobre los costos de producción ganadera, asociadas a una menor faena de bovinos a nivel nacional.

Al respecto, destaca el aporte a la generación asociado al negocio de ahorro y crédito, el que presenta mayores márgenes que las actividades productivas y de servicios. Así, si bien los segmentos de producción y servicios representan la mayor parte de los ingresos totales (77,5% y 18,4%, respectivamente a 2018), significaron, al cierre de 2018, un 54,8% de la generación de Ebitda consolidado, mientras que el segmento financiero (sin incluir provisiones) representó un 45,2%.

Feller Rate espera para los próximos períodos que la volatilidad asociada al negocio productivo se vea mitigada, en parte, por el crecimiento en relevancia del negocio financiero y del sector de servicios.

Endeudamiento y flexibilidad financiera:

Bajo nivel de endeudamiento financiero

La deuda financiera de Fernheim está compuesta por aquellos pasivos financieros provenientes de los ahorros de sus clientes (95,5%) y por préstamos bancarios (4,8%).

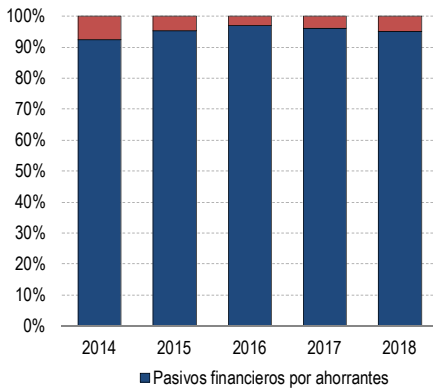
En los últimos años, la cooperativa ha llevado a cabo una estrategia de financiamiento, mayoritariamente, vía recursos propios, lo que le ha permitido mantener un menor nivel de deuda bancaria respecto de años anteriores. Al respecto, a diciembre de 2018, los pasivos financieros de Fernheim alcanzaban los G\$ 981.881 millones, de los cuales G\$ 47.279 millones correspondían a deuda bancaria, monto menor a los más de G\$ 150.000 millones que mantenía en créditos bancarios durante los años 2011 y 2012. Los restantes G\$ 934.602 millones estaban asociados a ahorros a la vista, depósitos de ahorro de corto y largo plazo y sus correspondientes intereses devengados.

Los préstamos bancarios están compuestos por créditos con la Agencia Financiera de Desarrollo (AFD), donde la cooperativa actuó como intermediario entre sus clientes y la entidad financiera, con el BNF, que fue utilizado en parte para inversiones y por créditos de corto plazo con el banco BBVA, asociados a capital de trabajo.

Todo lo anterior, unido a una política de capitalización de utilidades, ha resultado en un patrimonio que crece por sobre la deuda financiera total para todo el periodo de análisis, lo que se refleja en un indicador de endeudamiento financiero total que pasó de 1,9 veces en 2010 a 1,4 veces en 2018, y un indicador de endeudamiento bancario que pasa de más de 0,5 veces en 2011 a 0,07 veces en 2018.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

Composición de la Deuda Financiera



A nivel de coberturas, si éstas son medidas sobre el endeudamiento bancario con el Ebitda ajustado asociado a las actividades productivas y de servicios (aislando el negocio de ahorro y crédito), alcanzan niveles de solvencia alta, registrando, a diciembre de 2018, una cobertura de deuda financiera bancaria sobre Ebitda productivo ajustado de 1,8 veces y de Ebitda productivo ajustado sobre gastos financieros bancarios de 7,5 veces.

Por otra parte, la capacidad de pago de la cooperativa (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional (FCNO) sobre deuda financiera total) refleja las variaciones tanto en la recaudación de la compañía, como de sus obligaciones financieras, tanto con los socios, como con instituciones bancarias. Sin embargo, debido a que la cooperativa no presenta mayores requerimientos de capital de trabajo y posee cobranza sana de su cartera de créditos, presenta un FCNO positivo desde el año 2011. A diciembre de 2018, el indicador alcanzó un 5,2% (11,2% en 2017), no obstante, cubriendo la totalidad de las obligaciones financieras con terceros.

Liquidez Robusta

La cooperativa cuenta con una liquidez calificada como "Robusta". Esto considera, a diciembre de 2018, un nivel de caja de G\$ 69.934 millones y una generación de fondos (FCNO), que alcanzaba en términos anuales los G\$ 50.865 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera bancaria en el corto plazo por G\$ 23.308 millones.

Adicionalmente, cabe señalar la amplia capacidad para acceder a mercados financieros con que cuenta la entidad producto de la constante reducción de su deuda bancaria en los últimos años y la presencia de líneas de crédito disponibles por US\$ 34,35 millones y G\$ 195.637 millones.

A nivel de inversiones, la cooperativa cuenta con un plan acotado, enfocado mayoritariamente en mantención, mejoramientos en la planta de Frigochaco, además del incremento en la producción ganadera mediante mayor superficie de pasturas.

Por último, Cooperativa Fernheim contribuye, mediante donaciones, a la financiación de la Asociación Fernheim que es la entidad destinada a realizar las actividades y proveer los servicios sociales que requiere la población de su zona de influencia, tales como educación y salud.

Las expectativas de Feller Rate consideran que Fernheim mantendrá su estrategia de capitalización y financiamiento de sus operaciones y requerimientos de inversión, principalmente, mediante recursos propios, manteniendo un nivel de deuda bancaria acotado y una posición de liquidez robusta.

Solvencia	Mayo 2017	Abril 2018	Abril 2019
Tendencia	A+py	AA-py	AA-py
	Estable	Estable	Estable

Resumen Financiero

Millones de Guaraníes

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Operacionales	1.293.984	1.313.963	1.541.462	1.564.132	1.632.642	1.745.273	1.849.604
Ebitda Total ⁽¹⁾	41.704	30.004	65.695	38.540	48.965	55.649	32.951
Ebitda Total Aj. ⁽²⁾	41.704	33.491	71.207	48.708	53.659	61.166	39.398
Ebitda Productivo ⁽³⁾	39.693	21.251	45.421	27.055	35.949	32.273	19.777
Ebitda Productivo Aj. ⁽⁴⁾	39.693	24.738	50.933	37.224	40.643	37.791	26.224
Margen Financiero Bruto	2.115	9.003	20.375	11.588	13.737	23.519	16.281
Margen Financiero Neto	2.011	8.753	20.274	11.484	13.016	23.375	13.173
Resultado Operacional	39.798	27.725	63.165	35.623	45.993	52.448	29.647
Gastos Financieros	-19.690	-13.071	-7.349	-4.424	-3.073	-3.225	-3.496
Utilidad del Ejercicio	30.135	25.729	29.410	33.520	31.294	33.405	34.388
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	55.962	78.098	93.058	62.525	53.556	103.008	50.865
Inversiones netas	-25.303	-27.828	-7.128	-44.350	-54.724	-79.251	-62.092
Variación deuda financiera bancaria	-22.396	-96.429	-46.545	-19.428	-9.909	9.837	9.191
Flujo Caja Neto del Ejercicio	-166	5.375	27.977	-31.228	-21.473	73.634	-21.399
Caja y equivalentes	37.048	42.423	70.400	39.172	17.699	91.333	69.934
Cartera de Préstamos	473.669	477.508	566.105	634.478	701.563	756.609	803.665
Inventario	142.113	124.051	96.258	112.820	111.816	176.450	208.619
Depósitos y Ahorros	481.367	544.275	633.493	691.927	764.069	881.434	934.602
Deuda Financiera Bancaria	157.727	81.684	51.982	33.645	23.966	34.715	47.279
Deuda Financiera Total	639.094	625.959	685.475	725.572	788.035	916.149	981.881
Activos Totales	1.121.579	1.136.131	1.242.929	1.340.654	1.429.164	1.727.342	1.831.564
Pasivos Totales	791.914	777.735	825.759	871.361	923.023	1.080.700	1.140.704
Patrimonio	329.665	358.396	417.169	469.293	506.142	646.643	690.860

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

(2) Ebitda Aj. = Ebitda + Excedente en participaciones en Sociedades y Central Coop.

(3) Ebitda Productivo = Resultado Operacional – Margen Financiero Neto + Amortizaciones y depreciaciones.

(4) Ebitda Productivo Aj. = Ebitda Productivo + Excedente en participaciones en Sociedades y Central Coop.

Principales Indicadores

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Margen Bruto	7,2%	5,9%	7,5%	5,7%	6,4%	6,7%	5,4%
Margen Operacional (%)	3,1%	2,1%	4,1%	2,3%	2,8%	3,0%	1,6%
Margen Ebitda Total (%)	3,2%	2,3%	4,3%	2,5%	3,0%	3,2%	1,8%
Rentabilidad Patrimonial (%)	9,1%	7,2%	7,0%	7,1%	6,2%	5,2%	5,0%
Costos / Vtas.	92,8%	94,1%	92,5%	94,3%	93,6%	93,3%	94,6%
GAV / Vtas.	4,2%	3,8%	3,4%	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%
Días de Cobro	25,7	28,3	27,6	27,7	24,7	21,1	19,5
Días de Inventario	43,2	36,6	24,6	27,9	26,7	39,5	43,5
Días de Pago	18,4	21,4	17,5	18,7	12,5	17,5	10,9
Endeudamiento Total (vc)	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
Endeudamiento Financiero Total (vc)	1,9	1,7	1,6	1,5	1,6	1,4	1,4
Endeudamiento Financiero Bancario (vc)	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero Bancario Neto (vc)	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Deuda Financiera Total/ Ebitda Total	15,3	20,9	10,4	18,8	16,1	16,5	29,8
Deuda Financiera Total/ Ebitda Total Aj.	15,3	18,7	9,6	14,9	14,7	15,0	24,9
Deuda Financiera Bancaria/Ebitda Productivo	4,0	3,8	1,1	1,2	0,7	1,1	2,4
Deuda Financiera Bancaria/Ebitda Productivo Aj.	4,0	3,3	1,0	0,9	0,6	0,9	1,8
Deuda Financiera Bancaria Neta / Ebitda Productivo	3,0	1,8	-0,4	-0,2	0,2	-1,8	-1,1
FCNO anual / Deuda Financiera Total	8,8%	12,5%	13,6%	8,6%	6,8%	11,2%	5,2%
Ebitda Productivo / Gastos Financieros Bancarios	2,0	1,6	6,2	6,1	11,7	10,0	5,7
Ebitda Productivo Aj. / Gastos Financieros Bancarios	2,0	1,9	6,9	8,4	13,2	11,7	7,5
Liquidez Corriente (vc)	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0

Nomenclatura de Calificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan 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.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes

A las categorías antes señaladas Feller Rate agregará el sufijo "py" para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay. Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre "AA" y "B", la clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en "Nivel 1", Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde "Nivel 1" hasta "Nivel 3" se consideran como "grado inversión"; al tiempo que los calificados en "Nivel 4", como "no grado inversión" o "grado especulativo".

Acciones

- Categoría I: Títulos accionarios cuyo emisor presenta el más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría II: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría III: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.
- Categoría IV: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una solvencia ligeramente inferior al nivel de la Categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.
- Categoría V: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.
- Categoría VI: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, es decir, sin información suficiente.

Tendencia

Feller Rate asigna "Tendencia" de la calificación como una opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar.

Creditwatch

Un "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente. El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable.

Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

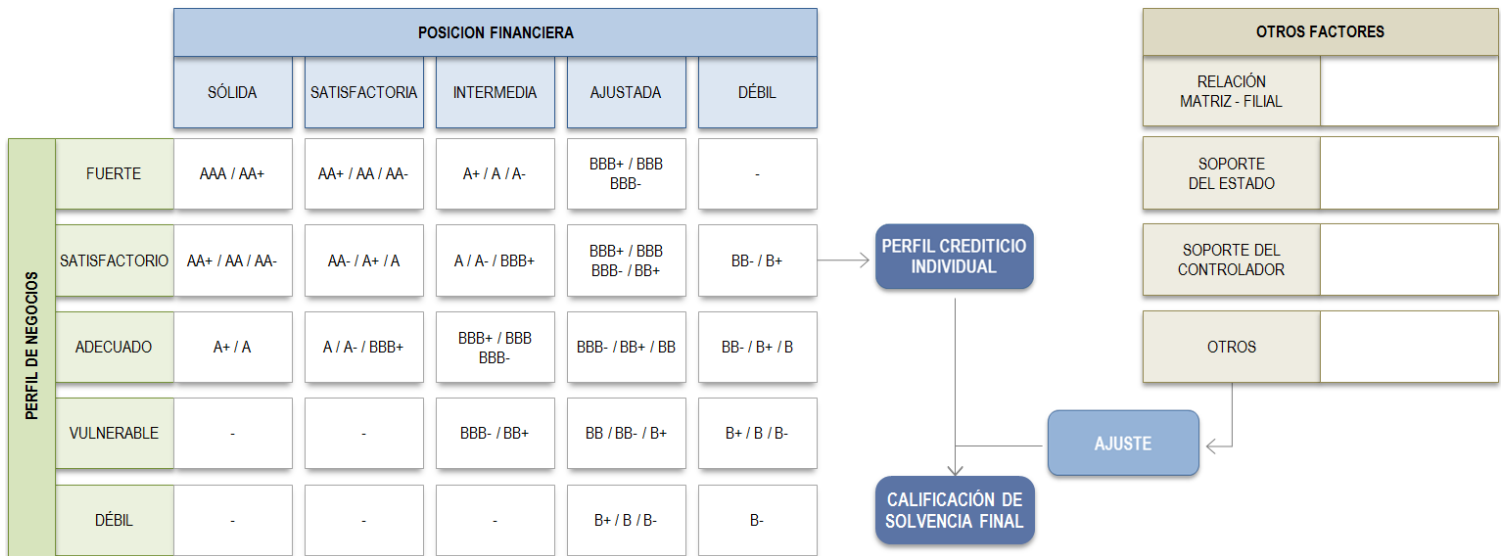
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

Descriptor de Liquidez

- **Robusta:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Suficiente:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Calificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocios y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que impliquen desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



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

Fecha de calificación: 30 de abril de 2019.

Tipo de reporte: Revisión anual

Estados Financieros referidos al 31.12.2018.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

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

Entidad	Calificación Local	
Fernheim Ltda. Cooperativa Colonizadora Multiactiva	Solvencia	AA-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

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

AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa 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
- Características de las carteras de ahorros y créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

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.

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información.

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. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.