

Solvencia	Ene. 2018 BBB+py	Ene. 2018 BBB+py
Tendencia	Estable	Estable

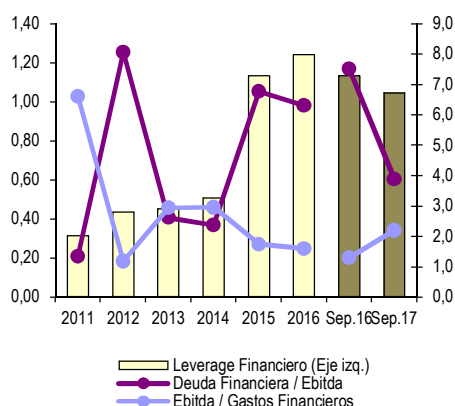
Detalle de calificaciones en Anexo.

### Indicadores Relevantes <sup>(1)</sup>

	2015	Sep.16	Sep.17
Margen operacional	8,1%	9,1%	10,5%
Margen Ebitda	9,5%	10,3%	11,7%
Endeudamiento total	1,4	1,6	1,6
Endeudamiento financiero	1,1	1,2	1,0
Ebitda / Gastos financieros	1,7	1,6	2,2
Deuda financiera / Ebitda	6,8	6,3	3,9
Deuda financiera neta / Ebitda	6,3	6,0	3,8
FCNO anual / Deuda financiera	-32,3%	11,5%	24,4%
Liquidez corriente	1,5	2,4	2,2

(1) Indicadores anualizados donde corresponda.

### Evolución de Endeudamiento e Indicadores de Solvencia



## Fundamentos

La calificación asignada a la solvencia y bonos de Tape Ruvicha S.A.E.C.A. refleja la representación de un portafolio de marcas con buen posicionamiento y una relevante participación de mercado, especialmente, en el rubro de maquinaria de uso agrícola. Asimismo, considera el respaldo de sus accionistas, reflejado, en parte, por la mantención de una política de capitalización de dividendos.

En contrapartida, la calificación incorpora su participación en industrias altamente competitivas, expuestas a riesgos relacionados al ciclo económico y al rubro agrícola; y un ciclo de negocios que implica relevantes requerimientos de capital de trabajo. Por otra parte, refleja una ajustada liquidez y un alto nivel de endeudamiento.

Tape Ruvicha, fundada en 1973, tiene como actividad principal la representación de las marcas Ford y New Holland, para vehículos y maquinarias nuevas y usadas, donde posee participaciones de mercado relevantes, principalmente en el rubro agrícola.

Adicionalmente, la compañía posee la representación de las marcas de filtros Wega y de equipos de análisis clínico Beckam-Coulter.

La venta de vehículos y maquinaria nueva de marca Ford y New Holland, además de sus respectivos servicios y repuestos, representaron, en conjunto, un 88,6% de los ingresos de la compañía, a septiembre de 2017. El restante porcentaje correspondió a la comercialización de vehículos y maquinarias usadas (9,1%) y a la comercialización de equipos de análisis clínico (2,4%).

La venta de maquinaria agrícola está fuertemente asociada a los ciclos de la industria agraria local, expuesta a riesgos climáticos y fitosanitarios, además de la variabilidad del precio de los *commodities* agrícolas a nivel global. Por su parte, la

demanda de vehículos nuevos es altamente sensible a los ciclos económicos, los que, en el caso paraguayo, se ven muy influidos por el rubro agrícola.

Producto de lo anterior, tanto las ventas como los márgenes de Tape Ruvicha presentan una alta volatilidad. A septiembre de 2017, los ingresos fueron impulsados por el crecimiento del sector agrícola, sustentado mayoritariamente por la producción de soja, además del buen desempeño de otros cultivos como el arroz, el poroto y el tabaco. Esta mejoría se refleja en los indicadores de cobertura, con una relación de deuda financiera neta sobre Ebitda de 3,8 veces y una cobertura de gastos financieros de 2,2 veces.

Por otra parte, debido a la operativa normal de la industria automotriz, donde los pedidos son hechos de manera anticipada y la venta se realiza en su mayoría a crédito, existen fuertes requerimientos de inversión en capital de trabajo, cuyo financiamiento ha sido principalmente mediante deuda de corto plazo y capitalización de dividendos.

En 2017, el aumento en las ventas y el menor *stock* de deuda financiera derivó en una disminución del endeudamiento financiero de la compañía, que alcanzó la 1,0 vez, y un flujo de caja neto operacional por sobre lo evidenciado en periodos anteriores, cubriendo el 24,4% de la deuda financiera, en comparación a un 0,4% promedio entre 2012 y 2016. No obstante, dada su estructura de financiamiento, la liquidez se considera ajustada.

## Tendencia: Estable

La tendencia considera que la compañía refinanciará sus pasivos de corto plazo y mantendrá su política conservadora de dividendos, lo que se verá reflejado en indicadores de endeudamiento financiero y de cobertura de deuda financiera sobre Ebitda que se mantendrán en los rangos actuales.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACION

#### Fortalezas

- Representación de marcas con buen posicionamiento.
- Fuerte posición en el mercado de maquinaria agrícola.
- Mantención de una política de capitalización de dividendos.
- Respaldo de sus accionistas.

#### Riesgos

- Participación en una industria altamente competitiva, expuesta al riesgo agrícola y al ciclo económico.
- Ciclo de negocios implica relevantes requerimientos de capital de trabajo.
- Ajustada liquidez y un alto nivel de endeudamiento.
- Riesgo crédito por alta morosidad de cartera, mitigado parcialmente por la presencia de provisiones para deudores morosos.

Analistas: Esteban Sánchez C.  
esteban.sanchez@feller-rate.cl  
(56) 22757-0482

Claudio Salin G.  
claudio.salin@feller-rate.cl  
(56) 22757-0463

Solvencia	BBB+py
Tendencia	Estable

**PERFIL DE NEGOCIOS**

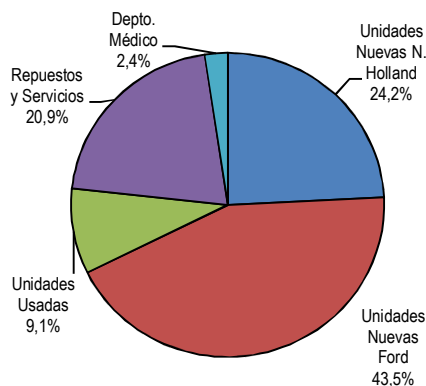
*Adecuado*

**Propiedad**

*Tape Ruvicha S.A.E.C.A. es controlada y administrada por miembros de la familia Pappalardo, quienes forman parte de un importante grupo económico en Paraguay.*

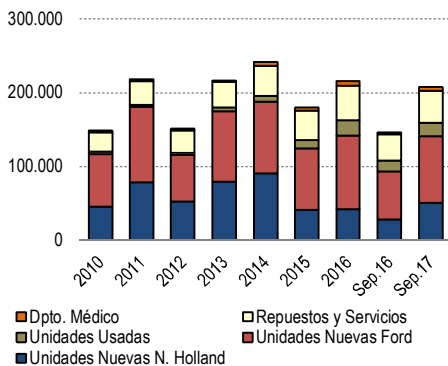
**Ingresos por Unidad de Negocio**

Septiembre de 2017



**Evolución de los Ingresos por Unidad de Negocio**

Millones de Guaraníes



Tape Ruvicha S.A.E.C.A. fue fundada en 1973 por José Pappalardo, dedicándose desde sus principios a la representación en Paraguay de las marcas *Ford* y *New Holland*.

Actualmente, cuenta con tres sucursales más la casa matriz, y mantiene una dotación cercana a las 260 personas.

**Relevante posición de mercado y marcas con buen posicionamiento**

Actualmente, la compañía se dedica a la representación, comercialización, distribución, venta de repuestos y servicio técnico de vehículos nuevos marca *Ford* y maquinaria agrícola marca *New Holland*. Además, vende vehículos y maquinaria usada de todas las marcas y, representa y comercializa las marcas *Wega* para filtros vehiculares y *Beckam-Coulter* para equipos de análisis clínico.

**— REPRESENTACIÓN DE LA MARCA FORD:**

La principal actividad de Tape Ruvicha es la venta de vehículos nuevos marca *Ford*, promediando un 43,7% de los ingresos de la compañía en los últimos cinco años. Asimismo, a septiembre de 2017, representó un 43,5% de las ventas consolidadas.

La compañía comercializa toda la gama de vehículos de *Ford Motor Company*, además de sus repuestos y servicio técnico, mediante un contrato de representación vigente desde hace 44 años, sin plazo de término y de manera exclusiva para el mercado paraguayo.

La marca *Ford* posee un fuerte posicionamiento a nivel mundial. En Paraguay, los modelos más vendidos corresponden a las categorías *Pick Up* y *Station Wagon*.

Cabe destacar que este segmento de negocios, brinda estabilidad a los ingresos de la compañía debido a que su venta es menos sensible al ciclo económico que la maquinaria agrícola.

**— REPRESENTACIÓN DE LA MARCA NEW HOLLAND:**

La siguiente actividad en importancia para Tape Ruvicha es la venta de maquinaria agrícola nueva de la marca *New Holland*, cuya importancia en el total de los ingresos promedia un 30,1% en los últimos cinco años. A septiembre de 2017, las ventas de este segmento alcanzaron un 24,2% de las ventas consolidadas, básicamente por la situación actual del mercado de la soja.

La entidad posee la representación para Paraguay de la marca *New Holland* desde hace 44 años, contrato que se renueva cada 4 años (no exclusivos). Tape Ruvicha comercializa una amplia gama de maquinaria agrícola, además de sus repuestos y servicio técnico, destacando los tractores y las cosechadoras.

La marca *New Holland*, fabricada por *Case New Holland Inc.*, tiene un fuerte posicionamiento en el mercado de maquinarias agrícolas a nivel mundial, con una participación de mercado en Paraguay que, dependiendo del tipo de maquinaria, la ubica entre las 2 y 3 más vendidas.

**— VENTA DE REPUESTOS Y SERVICIOS:**

Tape Ruvicha también se dedica a la venta de repuestos y servicio de las marcas que representa. Éste ha representado, en promedio, el 19,4% de las ventas totales durante los últimos cinco años. A septiembre de 2017, los ingresos relacionados a este negocio representaron el 20,9% de las ventas consolidadas.

**— VENTA DE VEHÍCULOS Y MAQUINARIA USADA:**

Derivado del negocio principal de Tape Ruvicha, la comercialización de vehículos y maquinarias usadas de todas las marcas, ha promediado un 4,8% de los ingresos de la compañía en los últimos cinco años, alcanzando un 9,1% a septiembre de 2017. El incremento en las ventas de este segmento se debe a que los clientes han sustituido los vehículos nuevos por usados producto del deterioro económico causado por la situación de la soja.

**— DEPARTAMENTO MÉDICO:**

El segmento de negocios de Tape Ruvicha denominado Departamento Médico corresponde a la representación de la marca *Beckman-Coulter*, fabricante de equipos dedicados al análisis clínico y de laboratorio.

Solvencia	BBB+py
Tendencia	Estable

La compañía es el único distribuidor de la marca en Paraguay desde hace 13 años y comercializa estos productos a clínicas y servicios hospitalarios públicos.

En los últimos cinco años, en promedio, este segmento de negocios ha representado el 2,0% de las ventas de Tape Ruvicha. A septiembre de 2017, éste alcanzó un 2,4% de éstas. De acuerdo a la administración, esta actividad debería incrementar su importancia en el total de las ventas puesto que cuenta con importantes clientes nuevos en el sector salud.

#### — OTRAS ACTIVIDADES:

Adicionalmente a los negocios y actividades mencionadas anteriormente, Tape Ruvicha posee el 70,99% de las acciones de Cremasun S.A., empresa dedicada a representar marcas *Premium* de alimentos en el mercado paraguayo, como *Aceite de Oliva OL*, *Betty Crocker*, *Café Cabrales*, *Champagne Armand de Brignac*, *El Noble*, *Fabbri*, *Ferrero Rocher*, *General Mills*, *Haagen Dazs*, *Havanna Café*, *Kinder Sorpresa*, *Nature Valley* y *Tic Tac*.

A su vez, posee el 6,13% del capital accionario de Sudameris S.A. - Leasing, primera compañía de Paraguay referida a la prestación de servicios de *leasing*. La compañía está conformada en un 51% por el Banco Sudameris y el porcentaje restante, por un conglomerado de 8 sociedades.

### Ciclo de negocios implica relevantes requerimientos de capital de trabajo

La comercialización y distribución de vehículos y maquinarias agrícolas implica un ciclo de negocios que genera importantes necesidades de inversión en capital de trabajo para las empresas.

El comercializador debe esperar la fabricación y envío de los vehículos y maquinarias para poder proceder a su venta, la cual es realizada normalmente mediante crédito directo o financiamiento bancario, por lo que existe un extenso período de tiempo para que éste reciba los flujos de la venta de su mercadería.

*Ford Motor Company* recibe programas de pedidos con plazos de cinco años, siendo 12 meses de productos detallados, con una inamovilidad de 4 meses, con pago anticipado y sin financiamiento. El pedido de *Ford* es despachado a Paraguay principalmente desde sus fábricas en Argentina y Brasil y, en menor medida, desde Estados Unidos.

Por su parte, *Case New Holland Inc.* recibe programas de pedidos con plazos de 12 meses de productos detallados con una inamovilidad de cinco meses, con pago anticipado y financiamiento disponible. El pedido de *New Holland* se despacha a Paraguay principalmente desde las fábricas de Brasil, México, Turquía y Estados Unidos.

### Industrias altamente competitivas

La industria de venta y representación de automóviles es altamente competitiva a nivel mundial, debido a la existencia de una amplia gama de marcas y fabricantes, que abarcan todos los segmentos posibles del mercado automotor, los que a su vez, pueden ser representados por más de un agente en cada mercado local, sin existir relevantes barreras de entrada.

Por otra parte, los posicionamientos de las distintas marcas de automóviles varían de acuerdo a modas y desarrollos tecnológicos, los cuales generan un estado de cambio permanente dentro de esta industria.

Adicionalmente, en el caso paraguayo existe el fomento a la fabricación y/o armado de vehículos motorizados en el país, actividad que tiene relevantes beneficios tributarios. A esto se debe sumar la fuerte competencia por parte de la importación de vehículos usados, de hasta 10 años de antigüedad, los que representan parte significativa del total de las importaciones del país. Cabe destacar que, la eventual aprobación del "acuerdo automotriz" con Brasil podría favorecer la venta de autos nuevos debido a que se limitaría el acceso de vehículos usados.

A nivel de maquinaria agrícola, la competencia a nivel de marcas y fabricantes es alta, cuyo mercado y representación enfrenta desafíos similares al mercado automotriz, pero que dado su característica de inversión productiva de alto valor para los compradores no enfrenta las mismas presiones derivadas de cambios en las tendencias y tecnologías.

Solvencia	BBB+py
Tendencia	Estable

## Exposición al riesgo agrícola y al ciclo económico

La venta de vehículos nuevos, principal actividad de Tape Ruvicha, es altamente sensible a la evolución de la economía interna, que en el caso paraguayo, es muy dependiente de la actividad de su sector agropecuario. La demanda por vehículos es particularmente sensible a los periodos recesivos del ciclo económico tanto por su efecto en las expectativas como en el poder adquisitivo de los consumidores.

Adicionalmente, la venta de maquinaria agrícola, segundo mayor segmento de negocios de Tape Ruvicha, depende fuertemente de la actividad y expectativas del negocio agrícola, las cuales están fuertemente influenciadas por factores climáticos y fitosanitarios, además de la evolución de los precios internacionales de los *commodities* agrarios como la soja, el trigo, el maíz, etc. y del tipo de cambio.

## Gestión de venta crédito

Tape Ruvicha entrega créditos directos a personas y empresas para la compra de vehículos y maquinaria agrícola nueva y, en menor medida, para la adquisición de maquinaria agrícola usada y otros negocios (repuestos y departamento médico porque son los mismos clientes). Para ello, posee una adecuada estructura administrativa y un correcto conjunto de políticas explícitas para su gestión.

La recopilación de los documentos e información necesaria para la aprobación de los créditos es realizada de manera descentralizada en las sucursales de la compañía. Sin embargo, las políticas y los equipos de análisis de crédito se encuentran centralizados en la casa matriz, donde la aprobación final depende del Gerente General.

Las políticas para aprobación de créditos son adecuadas y completas, detallando todos los pasos a seguir, los niveles de supervisión y los requerimientos de información que requiere cada caso, segmentando el tipo de cliente por distintos aspectos de riesgo.

En general, para vehículos nuevos, la compañía entrega financiamiento hasta en 36 meses, previo pago del 20% al contado. Este plazo se puede extender a 48 meses si la administración central lo decide.

Para maquinarias, el financiamiento es por cosechas o semestres, siendo un máximo de 5-6 semestres y un pago anticipado del 15% a 30%, dependiendo del producto y la política de ventas.

La cartera bruta -que considera cartera al día, vencida y en cobranza judicial- ha mostrado un importante crecimiento desde 2014. A septiembre de 2017 la cartera bruta alcanzó los G\$ 88.240 millones, lo que representa un incremento de un 32,6% respecto de igual periodo del año anterior.

Tape Ruvicha posee completas políticas para el tratamiento de los clientes morosos. La empresa considera moroso a aquel deudor que presenta un atraso desde un día para el pago de la cuota. A partir de ese momento se da inicio a una serie de etapas de seguimiento y análisis caso a caso, para lo cual cuenta con un equipo dedicado a la cobranza en cada sucursal, con una supervisión general.

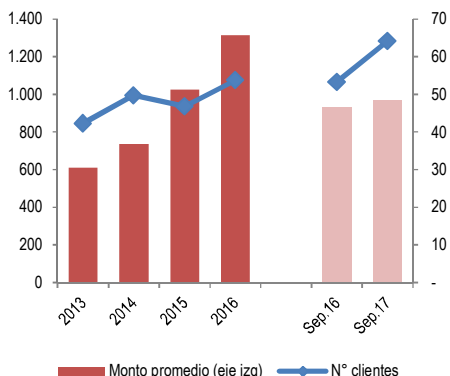
Sin embargo, la compañía trata de concentrar sus esfuerzos en su negocio principal que es la comercialización, por lo que posee una política de venta de cartera de crédito a empresas especializadas en su gestión (bancos). De esta manera, la compañía presenta a las entidades interesadas las carpetas o un detalle con datos tabulados de los clientes, entre los cuales, los compradores, eligen los que pasan sus filtros.

Con lo anterior, Tape Ruvicha logra recaudar efectivo por su cartera, pero mantiene en su balance aquellos créditos de menor calidad o no elegibles por parte de una entidad financiera. Por ello, arrastra activos de mala calidad por cerca de 10 años, que si bien están en parte provisionados, no están castigados por decisión del Directorio pero continúan en gestión de cobro. A septiembre de 2017, dicha cartera correspondió a G\$ 6.045 millones y al incorporar la cartera vencida, éste monto alcanzó los G\$ 11.287 millones, representando el 7,4% y 13,7% de la cartera bruta, respectivamente.

A septiembre de 2017, la gestión de provisiones por dudoso cobro se define como un *stock* por G\$ 4.678 millones. Dicho monto no cubre la cartera morosa total (41%) ni la cartera en gestión de cobro (77%). Lo anterior, en caso que la administración no modifique sus políticas de provisiones, podría impactar negativamente en su capacidad de generación de flujos de la operación.

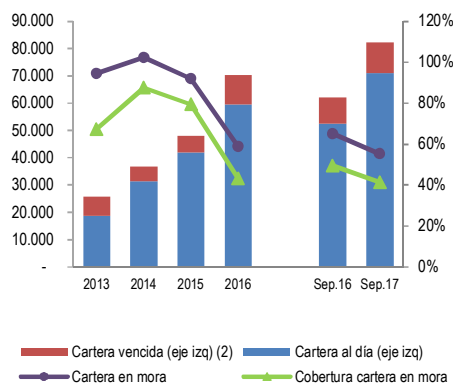
### Evolución de Clientes y Montos Promedio

Cartera en millones de Guaraníes



### Evolución de la Cartera Bruta <sup>(1)</sup> y Coberturas

Cartera en millones de Guaraníes



(1) Cartera bruta incluye cartera al día y en mora. Esta última incorpora la cartera en cobranza judicial.

(2) Cobertura cartera en mora: Stock de provisiones / Cartera en mora.

Solvencia	BBB+py
Tendencia	Estable

**POSICION FINANCIERA** *Intermedia*

**Resultados y márgenes:**

*Alta volatilidad de ingresos y márgenes asociada a su exposición a la actividad agropecuaria paraguaya*

La venta de vehículos y maquinaria nueva de marca *Ford* y *New Holland*, además de sus respectivos servicios y repuestos, han representado en conjunto un 93,2% de los ingresos de la compañía en los últimos cinco años, negocios que están fuertemente asociados a los ciclos económicos y de la industria agraria local. Cabe destacar que, pese a que estos segmentos continúan siendo el *core* del negocio, su importancia en los ingresos ha ido disminuyendo pasando desde 98,5% a 87,0% entre 2008 y 2016, debido a la importancia que ha adquirido la venta de los vehículos y maquinaria usada.

Producto de lo anterior, los ingresos y márgenes de Tape Ruvicha presentan una alta volatilidad en todo el periodo de análisis, lo que se ve reflejado en 2012 y en los años 2015 y 2016, donde los efectos de una sequía y de bajos precios de los granos, respectivamente, derivaron en una menor venta de maquinaria agrícola.

A diciembre de 2016, los ingresos aumentaron un 19,9% respecto de igual periodo del año anterior, alcanzando un margen Ebitda de 10,3% (9,5% a diciembre de 2015). Lo anterior, producto de una *mix* de ventas con mayor proporción de vehículos *Ford*, negocio que posee un mejor margen.

A septiembre de 2017, los ingresos evidencian un incremento anual de un 41,7%, impulsado por el crecimiento del sector agrícola, sustentado mayoritariamente por la producción de soja, además del buen desempeño de otros cultivos como el arroz, el poroto y el tabaco. Por su parte, el margen Ebitda alcanzó un 11,7% desde 9,5% del tercer trimestre de 2016. Al respecto, han aumentado los ingresos de la operación provenientes de los segmentos de equipos médicos y de vehículos y maquinaria usada, los que presentan mejores márgenes que el segmento de maquinaria agrícola.

Por otra parte, debido a que los precios de los vehículos y maquinarias agrícolas en Paraguay se encuentran definidos en dólares de Estados Unidos, el impacto del mayor tipo de cambio ha sido menor, viéndose reflejado principalmente por la caída en el poder adquisitivo de sus clientes.

Feller Rate espera que en la medida que Tape Ruvicha logre consolidar los diversos segmentos de negocios, los ingresos y márgenes debieran tender a una leve estabilización. Ello, apoyado en las mejoras observadas en el comercio entre los países vecinos y el eventual "acuerdo automotriz". No obstante, debido al *core* del negocio, la entidad siempre estará expuesta a la industria agraria.

**Endeudamiento y flexibilidad financiera:**

*Alto nivel de deuda financiera desde 2015*

Producto del ciclo de negocios asociado a la industria automotriz, donde los pedidos al fabricante son realizados de manera anticipada, con una venta que se realiza en su mayoría a crédito, existen fuertes requerimientos de inversión en capital de trabajo.

Para manejar esta situación, Tape Ruvicha ha utilizado una política de financiamiento de corto plazo con instituciones bancarias locales (que incluye la venta de cartera de buena calidad a los bancos), además de capitalizar gran parte de las utilidades de cada año.

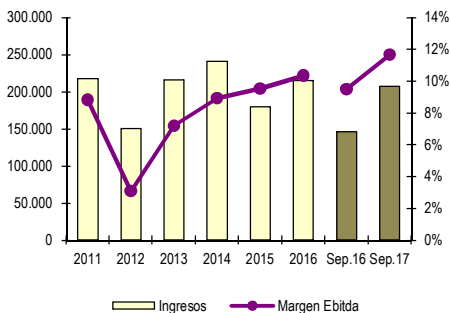
Durante 2015, Tape Ruvicha pagó una parte importante de sus deudas con proveedores, siendo todo esto financiado mediante un incremento en la deuda financiera. Ésta se incrementó desde G\$ 50.941 millones a G\$ 115.572 millones entre 2014 y 2015, impactando el indicador de endeudamiento financiero desde 0,5 veces a 1,1 veces en el mismo periodo. Al cierre de 2016, la deuda financiera alcanzó G\$ 140.142 millones y el *leverage* financiero alcanzó las 1,2 veces. No obstante, producto de las emisiones de bonos para refinanciamiento de pasivos de corto plazo, la deuda se encontraba estructurada en un 54,3% en el largo plazo (8,8% al cierre de 2015).

A septiembre de 2017, la deuda financiera alcanzó G\$ 126.161 millones y el *leverage* financiero disminuyó hasta las 1,0 veces. Esto, asociado al buen desempeño operacional de la compañía.

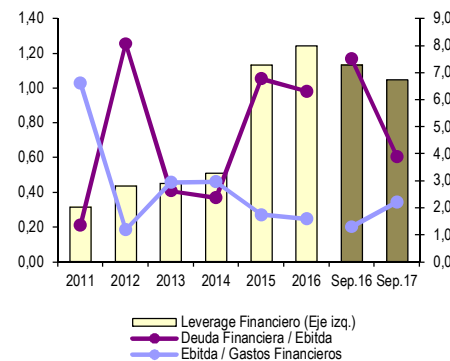
La estructura de financiamiento y la política con proveedores de la compañía implica que gran parte del nivel de endeudamiento financiero observado en el último año sea de carácter

**Evolución de los Ingresos y Márgenes**

En millones de Guaraníes

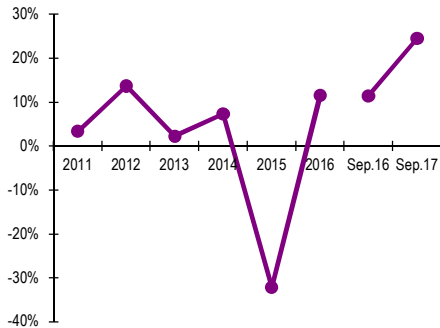


**Evolución del Endeudamiento e Indicadores de Solvencia**



Solvencia	BBB+py
Tendencia	Estable

**Evolución de la Cobertura FCNO sobre Deuda Financiera**



estructural. De acuerdo a la administración, el nivel de deuda se debería mantener en los niveles actuales.

Así, tanto la volatilidad de los márgenes de la compañía como de los niveles de endeudamiento han derivado en indicadores de cobertura poco estables. A septiembre de 2017, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzó las 3,8 veces (7,2 veces a igual periodo del año anterior) y aquel medido como Ebitda sobre gastos financieros alcanzó las 2,2 veces (1,3 veces en septiembre de 2016). Al respecto, la mayor capacidad de generación de flujos operacionales compensó los mayores gastos financieros que ha enfrentado la entidad.

Cabe destacar que, en 2017 la compañía evidenció una mejoría en la venta de maquinaria agrícola, segmento que en periodos anteriores venía enfrentando una acumulación de inventarios producto de la menor actividad del rubro en el país. Esto, influenció fuertemente su capacidad de generación operacional, derivando en que el indicador de flujo de caja neto operacional (FCNO) sobre deuda financiera alcanzara 24,4%, en comparación a 11,4% de igual periodo del año anterior y 0,4% promedio entre 2012 y 2016.

La liquidez de la compañía es considerada ajustada. Lo anterior, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por G\$ 3.795 millones y una capacidad de generación de flujo de caja neto operacional que, considerando 12 meses, alcanzaba G\$ 30.835 millones, en comparación con vencimientos en el corto plazo por G\$ 49.004 millones. Adicionalmente, considera las necesidades de capital de trabajo que proyecta la administración para 2018 (cercanas a los G\$ 78.000 millones) y una estructura de deuda financiera concentrada mayoritariamente (desde 2016) en el largo plazo.

Feller Rate espera que la compañía continúe refinanciando sus pasivos de corto plazo y mantenga su política conservadora de dividendos. Ello junto con una mayor estabilidad del Ebitda debería verse reflejado en indicadores de endeudamiento financiero y de cobertura de deuda financiera sobre Ebitda en los rangos actuales.

Solvencia	Noviembre 2015	Enero 2017	Enero 2018
Tendencia	BBB+py	BBB+py	BBB+py
Bonos	Estable	Estable	Estable
	BBB+py	BBB+py	BBB+py

### Resumen Financiero

Millones de Guaraníes

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Sep. 2016	Sep. 2017
Ingresos por Venta	148.479	217.988	150.824	216.430	241.495	179.574	215.346	146.158	207.098
Ebitda <sup>(1)</sup>	15.884	19.200	4.632	15.537	21.547	17.099	22.258	13.857	24.151
Resultado Operacional	14.682	17.705	2.846	13.454	19.315	14.615	19.648	11.799	21.695
Ingresos Financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-2.383	-2.911	-3.935	-5.297	-7.316	-9.874	-14.037	-10.753	-11.034
Utilidad del Ejercicio	8.235	10.131	2.721	6.272	12.307	5.896	10.938	6.852	11.122
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	-1.778	854	5.066	894	3.681	-37.304	16.068	10.749	25.516
Inversiones Netas	-2.811	-1.871	-7.233	-823	-1.881	-2.920	-3.545	-2.644	-4.812
Flujo Caja Operación Neto Inversiones	-4.589	-1.018	-2.167	71	1.800	-40.224	12.523	8.105	20.703
Dividendos Pagados	0	0	0	-3.823	-3.956	-4.680	-3.541	-1.443	-2.762
Variación de Capital Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Deuda Financiera	8.732	-1.868	7.372	-2.600	857	49.547	-9.402	-7.954	-20.696
Flujo Caja Neto del Ejercicio	4.125	-2.943	5.039	-6.116	-1.279	5.414	-445	-1.450	-2.836
Caja Inicial	2.837	6.961	4.019	9.058	2.942	1.663	7.077	7.077	6.632
Caja Final	6.961	4.019	9.058	2.942	1.663	7.077	6.632	5.627	3.795
Caja y Equivalentes	6.961	4.019	9.058	2.942	1.663	7.077	6.632	5.627	3.795
Cuentas por Cobrar Clientes	37.851	25.265	25.787	21.092	31.929	43.139	65.703	57.236	77.562
Inventario	47.393	67.888	59.668	86.407	92.077	112.400	108.641	116.076	106.734
Deuda Financiera	24.552	25.727	37.301	40.495	50.941	115.572	140.142	121.263	126.161
Activos Totales	144.857	159.566	165.685	185.986	199.377	244.005	291.596	269.712	307.566
Pasivos Totales	75.281	78.078	80.326	96.506	99.449	141.974	178.610	162.625	186.956
Patrimonio + Interés Minoritario	69.577	81.488	85.360	89.480	99.927	102.031	112.985	107.087	120.610

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

### Principales Indicadores

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Sep. 2016	Sep. 2017
Margen Bruto	22,8%	21,7%	19,9%	21,4%	24,2%	27,5%	28,0%	25,6%	26,1%
Margen Operacional (%)	9,9%	8,1%	1,9%	6,2%	8,0%	8,1%	9,2%	8,1%	10,5%
Margen Ebitda (%)	10,7%	8,8%	3,1%	7,2%	8,9%	9,5%	10,5%	9,5%	11,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	11,8%	12,4%	3,2%	7,0%	12,3%	5,8%	8,6%	6,9%	12,6%
Costos / Vtas.	77,2%	78,3%	80,1%	78,6%	75,8%	72,5%	72,0%	74,4%	73,9%
GAV / Vtas.	12,9%	13,6%	18,0%	15,2%	16,2%	19,4%	18,8%	17,5%	15,6%
Días de Cobro	93,0	42,3	62,4	35,6	48,3	87,7	84,2	113,0	102,5
Días de Inventario	151,0	145,2	180,2	185,4	183,5	315,3	292,2	308,2	190,3
Días de Pago	123,5	63,4	89,6	88,8	71,0	42,8	40,4	64,0	88,0
Endeudamiento Total (vc)	1,1	1,0	0,9	1,1	1,0	1,4	1,4	1,5	1,6
Endeudamiento Financiero (vc)	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	1,1	1,1	1,1	1,0
Endeudamiento Financiero Neto(vc)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	1,1	1,1	1,1	1,0
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	1,5	1,3	8,1	2,6	2,4	6,8	5,4	7,5	3,9
Deuda Financ. Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	1,1	1,1	6,1	2,4	2,3	6,3	5,3	7,2	3,8
Ebitda <sup>(1)</sup> / Gastos Financieros (vc)	6,7	6,6	1,2	2,9	2,9	1,7	2,2	1,3	2,2
FCNO / Deuda Financiera (%)	-7,2%	3,3%	13,6%	2,2%	7,2%	-32,3%	-44,6%	11,4%	24,4%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	-10,1%	3,9%	17,9%	2,4%	7,5%	-34,4%	-45,3%	11,9%	25,2%
Liquidez Corriente (vc)	1,4	1,6	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,9	2,2

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

### Características de los instrumentos

#### EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

	Programa G1	Programa USD1
Valor total de la emisión	16.500 millones de Guaraníes	7.000.000 de dólares
Fecha de registro	12.01.2016	12.01.2016
Covenants	No Contempla	No Contempla
Conversión	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	Quirografaria	Quirografaria

#### EMISIONES DE BONOS VIGENTES

	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	TAP.G1	TAP.G1	TAP.G1	TAP.G1
Monto de la emisión	500 millones de Guaraníes	1.500 millones de Guaraníes	2.835 millones de Guaraníes	2.725 millones de Guaraníes
Plazo	365 días	1094 días	1825 días	2190 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	10%	12%	13,5%	14,5%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma



EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 5	Serie 6	Serie 7	Serie 8
Al amparo de la emisión	TAP.G1	TAP.G1	TAP.G1	TAP.G1
Monto de la emisión	2.500 millones de Guaraníes	1.000 millones de Guaraníes	2.500 millones de Guaraníes	2.940 millones de Guaraníes
Plazo	2.555 días	1.095 días	1.460 días	727 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	15%	12%	12,5%	11,75%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Al amparo de la emisión	TAP.D1	TAP.D1	TAP.D1	TAP.D1
Monto de la emisión	1.050 mil de Dólares	500 mil Dólares	1.050 mil Dólares	250 mil Dólares
Plazo	2465 días	365 días	2289 días	365 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	8%	6%	7,75%	6%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 5	Serie 6	Serie 7	Serie 8
Al amparo de la emisión	TAP.D1	TAP.D1	TAP.D1	TAP.D1
Monto de la emisión	500 mil de Dólares	500 mil Dólares	500 mil Dólares	500 mil Dólares
Plazo	1274 días	1456 días	1638 días	1820 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	7%	7,25%	7,5%	7,5%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma	Común, a sola firma

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 8	Serie 9
Al amparo de la emisión	TAP.D1	TAP.D1
Monto de la emisión	500 mil de Dólares	500 mil Dólares
Plazo	910 días	1.092 días
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés Anual	6,5%	6,75%
Amortización de Capital	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	Común, a sola firma	Común, a sola firma

Conforme a la Resolución N° 2 de fecha 17 de agosto de 2010 del Banco Central del Paraguay y a la Circular DIR N° 008/2014 de fecha 22 de mayo de 2014 de la Comisión Nacional de Valores, se informa lo siguiente:

Fecha de calificación: 31 de enero de 2018.

Fecha de publicación: Según procedimiento descrito en la Resolución N° 2 antes citada.

Tipo de reporte: Revisión Anual

Estados Financieros referidos al 30.09.2017.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

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

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

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

Entidad	Calificación Local	
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	Solvencia	BBB+py
	Bonos G1 y USD 1	BBB+py
	Tendencia	Estable

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

Mayor información sobre esta calificación en:

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

## Metodología y procedimiento de calificación

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

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

## Nomenclatura

BBB: Instrumentos con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de clasificación 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 la cartera de 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.

GONZALO OYARCE  
 p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

ESTEBAN PEÑAILILLO  
 p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

MARÍA BETSABÉ WEIL  
 p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

Los informes de clasificación 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.