

	Mar. 2019	Abr. 2019
Solvencia	BBB+py	BBB+py
Tendencia	Sensible (-)	Sensible (-)

Detalle de calificaciones en Anexo.

Nuevos Instrumentos	
Programa de Bonos	BBB+py

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2016	2017	2018
Margen operacional	9,1%	10,7%	8,3%
Margen Ebitda	10,3%	11,9%	9,7%
Endeudamiento total	1,6	1,7	2,6
Endeudamiento financiero	1,2	1,1	1,6
Ebitda / Gastos financieros	1,6	2,3	2,1
Deuda financiera / Ebitda	6,3	4,5	7,1
Deuda financiera neta / Ebitda	6,0	4,4	6,7
FCNO anual / Deuda financiera	11,5%	9,8%	-5,7%
Liquidez corriente	2,4	2,0	1,5

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

(2) Cifras a 2018 en base a estados financieros no auditados.

Perfil de Negocios: Adecuado					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Sensibilidad al ciclo económico					
Marcas con buen posicionamiento					
Industria intensiva en capital de trabajo					
Riesgo crédito					

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

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. Asimismo, 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 maquinaria agrícola está fuertemente asociada a los ciclos de la industria agraria, 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 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 diciembre de 2018, los ingresos fueron impulsados por el segmento de maquinaria agrícola, explicado principalmente por el cambio en la estructura de concesionarios de la marca New Holland en Paraguay, pasando a 2 representantes de 3.

La operativa normal de la industria, donde los pedidos son realizados de manera anticipada y

la venta se realiza en su mayoría a crédito, exige fuertes requerimientos de capital de trabajo. Al respecto, el acuerdo mencionado anteriormente consideró la mantención de los niveles de venta de la marca en el país, lo que generó mayores necesidades de inversión y presiones sobre la estructura de gastos.

Lo anterior, se reflejó en un aumento del *stock* de deuda financiera (50% respecto de diciembre de 2017) y una disminución en la generación de Ebitda (4,9%). Ello, resultó en un incremento del endeudamiento financiero hasta 1,6 veces y un empeoramiento de los indicadores crediticios.

Actualmente, la compañía se encuentra en proceso de inscripción de los programas de bonos G2 por G\$ 52.500 millones y USD2 por US\$ 2,1 millones. Los fondos por recaudar estarán destinados al refinanciamiento de pasivos (30%) y al financiamiento del capital operativo para compra de mercadería (70%) asociado a los compromisos generados con Case New Holland. Esto resultará, en el corto plazo, en un incremento de la deuda financiera a nivel estructural y mayor presión sobre los índices de cobertura.

Tendencia: Sensible (-)

El cambio en la tendencia responde a la expectativa de Feller Rate de un debilitamiento en el perfil financiero de la compañía, asociado al incremento estructural de la deuda financiera, derivando en indicadores crediticios discordantes con la actual calificación de riesgo.

ESCENARIO DE BAJA: Podría ocurrir en caso de mantener indicadores crediticios debilitados en el mediano plazo, específicamente una liquidez ajustada y un indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda superior a las 7,0 veces.

ESCENARIO DE ESTABILIZACIÓN: Podría ocurrir ante una evolución positiva de los indicadores crediticios y de liquidez de la compañía en el mediano plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

Factores Clave

- Representación de marcas con buen posicionamiento.
- Ciclo de negocios implica relevantes requerimientos de capital de trabajo.
- Participación en una industria cíclica y competitiva.
- Riesgo crédito por alta morosidad de cartera, mitigado parcialmente por la presencia de provisiones para deudores morosos.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

Factores Clave

- Márgenes expuestos al riesgo agrícola y al ciclo económico.
- Ajustada liquidez y un alto nivel de endeudamiento.
- Respaldo de sus accionistas, reflejado en la mantención de una política de capitalización de dividendos.
- Nueva emisión generará mayor deuda estructural y presiones sobre índices de cobertura.

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	Sensible (-)

PERFIL DE NEGOCIOS *Adecuado*

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 290 personas.

Propiedad

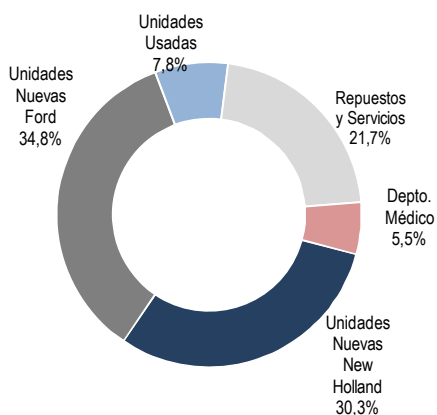
Tape Ruvicha S.A.E.C.A. es controlada y administrada por miembros de la familia Pappalardo, quienes forman parte de un importante grupo económico en Paraguay.

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.

Ingresos por Unidad de Negocio

Diciembre de 2018



— REPRESENTACIÓN DE LA MARCA FORD:

La principal actividad de Tape Ruvicha es la venta de vehículos nuevos marca Ford, promediando un 42,6% de los ingresos consolidados en los últimos 5 años. A diciembre de 2018, este segmento continúa siendo el más relevante en términos de ingresos, pero disminuyendo su importancia relativa hasta un 34,8% (45,9% en 2017).

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 45 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 una relativa 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 ingresos promedia un 26,2% entre los años 2014 y 2018.

La entidad posee la representación para Paraguay de la marca New Holland desde hace 45 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, 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.

Cabe destacar el cambio en la estructura de concesionarios de New Holland en Paraguay, donde la marca pasó a tener 2 representantes en el país de 3, lo que fortaleció la importancia relativa de este segmento en los resultados de la compañía. A diciembre de 2018, las ventas de maquinaria agrícola nueva representaron un 30,3% del total (21,2% a igual periodo del año anterior).

— VENTA DE REPUESTOS Y SERVICIOS:

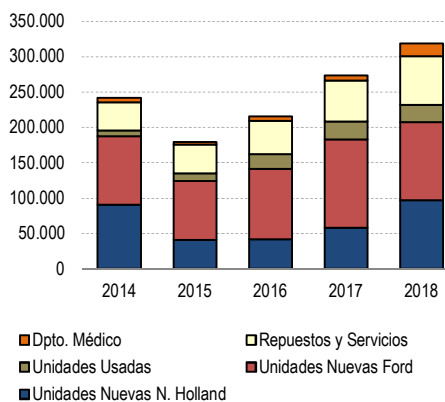
Tape Ruvicha también se dedica a la venta de repuestos y servicio de las marcas que representa. Éste ha representado, en promedio, un 20,7% de las ventas totales durante los últimos cinco años. Al cierre de 2018, los ingresos relacionados a este negocio representaron el 21,7% de las ventas consolidadas.

— VENTA DE VEHÍCULOS Y MAQUINARIA USADA:

Derivado del negocio principal de Tape Ruvicha, la comercialización de vehículos y maquinaria usada de todas las marcas ha incrementado su importancia relativa dentro de los ingresos de la compañía, promediando un 7,2% entre 2014 y 2018 (1,8% promedio entre 2008 y 2013). El incremento en las ventas de este segmento en los últimos años se debe, principalmente, a las variaciones del ciclo económico, asociadas a la situación agraria local.

Evolución de los Ingresos por Unidad de Negocio

Millones de guaraníes



Solvencia

BBB+py

Tendencia

Sensible (-)

— DEPARTAMENTO MÉDICO:

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

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 3,1% de las ventas de Tape Ruvicha, alcanzando, al cuarto trimestre de 2018, un 5,5% de éstas. De acuerdo con la administración, esto está asociado a que la compañía cuenta con importantes clientes nuevos en el sector.

— 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, Havana 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, tanto nueva como usada, 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.

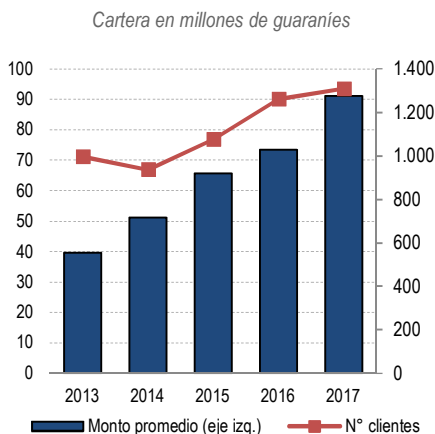
Por otra parte, los posicionamientos de las distintas marcas de automóviles varían de acuerdo con modas y desarrollos tecnológicos, los cuales generan un estado de cambio permanente dentro de esta industria.

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.

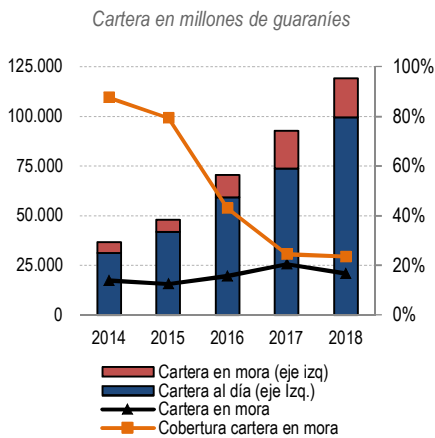
A nivel de maquinaria agrícola, la competencia a nivel de marcas y fabricantes es alta, cuyo mercado y representación enfrenta desafíos similares al mercado automotriz, pero que dado su característica de inversión productiva de alto valor para los compradores no enfrenta las mismas presiones derivadas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

Solvencia	BBB+py
Tendencia	Sensible (-)

Evolución de Clientes y Montos Promedio



Evolución de la Cartera Bruta (1) y Coberturas



(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.

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). 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 diciembre de 2018, la cartera bruta alcanzó los G\$ 119.301 millones, lo que representa un incremento de un 28,7% 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 11 años que, si bien están en parte provisionados, no están castigados por decisión del Directorio pero continúan en gestión de cobro. A diciembre de 2018, dicha cartera correspondió a G\$ 8.176 millones y, al incorporar la cartera vencida, éste monto alcanzó los G\$ 19.896 millones, representando el 6,9% y 16,7% de la cartera bruta, respectivamente.

A igual periodo, la gestión de provisiones por dudoso se define como un *stock* por G\$ 4.670 millones. Dicho monto no cubre la cartera morosa total (23,5%) ni la cartera en gestión en cobro (41,1%). Lo anterior, en caso de que la administración no modifique sus políticas de provisiones, impactará negativamente en su capacidad de generación de flujo de la operación.

Solvencia	BBB+py
Tendencia	Sensible (-)

POSICION FINANCIERA *Intermedia*

Resultados y márgenes:

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

Los resultados obtenidos por Tape Ruvicha reflejan las fluctuaciones a la que está sujeta la demanda de sus principales segmentos: venta de vehículos y maquinaria nueva de marca Ford y New Holland, respectivamente, además de sus respectivos servicios y repuestos, los que han representado, en promedio, más de un 90% de los ingresos de la compañía en los últimos cinco años.

La demanda de los mencionados segmentos está fuertemente asociada a los ciclos económicos y a la industria agraria local, razón por la cual los ingresos y márgenes de Tape Ruvicha presentan una alta volatilidad en todo el periodo de análisis, lo que se ve particularmente reflejado en 2012 y en los años 2015 y 2016, donde los efectos de la sequía y de bajos precios de los granos derivaron en una menor venta de maquinaria agrícola.

Por otra parte, los precios de los vehículos y maquinarias en Paraguay se encuentran definidos en dólares de Estados Unidos, por lo que el poder adquisitivo de los clientes se ve afectado por las variaciones en el tipo de cambio.

Lo anterior, se ve parcialmente mitigado por la lenta pero gradual diversificación de ingresos que ha evidenciado la entidad en el periodo analizado. Al respecto, destaca el incremento en la relevancia que ha adquirido la venta de equipos médicos la que pasó de un 1,1% en el año 2008 a un 5,5% en 2018.

En 2018, la salida de uno de los concesionarios de la marca New Holland en Paraguay resultó en un fuerte incremento de los ingresos de dicho segmento (66,7%), lo que compensó los menores ingresos asociados a la venta de vehículos nuevos (11,7%). Lo anterior, sumado a la positiva evolución de los segmentos de repuestos y servicios, y departamento médico, resultaron en un incremento en los ingresos consolidados de un 16,6% respecto de igual periodo del año anterior, alcanzando los G\$ 318.673 millones.

Por otra parte, el acuerdo con Case New Holland generó presiones transitorias sobre la estructura de administración y ventas de la compañía, resultando en un incremento anual de los costos de la operación de un 19,7%. De esta forma, al cierre de 2018 Tape Ruvicha evidenció un margen Ebitda de un 9,7%, en comparación con el 11,9% registrado a igual periodo del año anterior.

Feller Rate espera que, en la medida que Tape Ruvicha logre consolidar la nueva estructura asociada al segmento de maquinaria agrícola, los ingresos y márgenes tiendan a una leve estabilización. Ello, apoyado en la actual coyuntura económica del país. No obstante, debido al core del negocio, la entidad siempre estará expuesta a la industria agraria.

Endeudamiento y flexibilidad financiera:

Mayores necesidades de capital de trabajo resultaron en un relevante incremento del nivel de deuda financiera

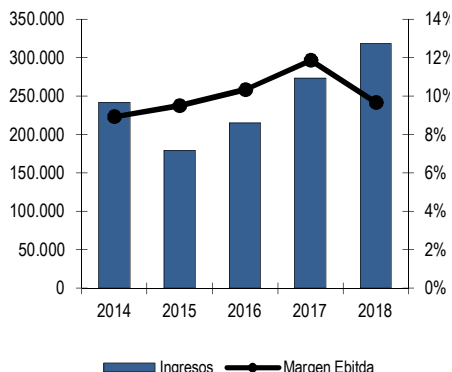
Producto del ciclo de negocios asociado a la industria automotriz, donde los pedidos al fabricante son realizados de manera anticipada, con una venta que se realiza en su mayoría a crédito, existen fuertes requerimientos de inversión en capital de trabajo.

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.

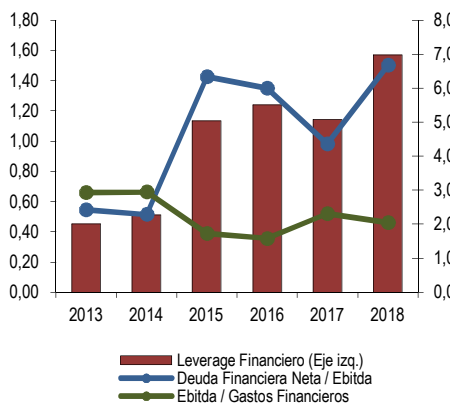
Durante 2015, Tape Ruvicha pagó una parte importante de sus deudas con proveedores, siendo todo esto financiado mediante un incremento en la deuda financiera. Ésta se incrementó desde G\$ 50.941 millones a G\$ 115.572 millones entre 2014 y 2015, impactando el indicador de endeudamiento financiero desde 0,5 veces a 1,1 veces en el mismo periodo.

Evolución de los Ingresos y Márgenes

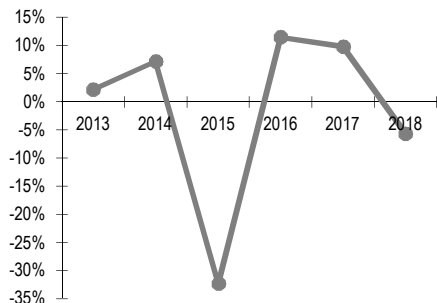
En millones de guaraníes



Evolución del Endeudamiento e Indicadores de Solvencia



Evolución de la Cobertura FCNO sobre Deuda Financiera



Solvencia	BBB+py
Tendencia	Sensible (-)

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes a diciembre de 2018 por G\$ 12.569 millones.
- Flojos de la operación deficitarios, asociado al pago adelantado de bienes de cambio.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos
- Dividendos según política de reparto.

En 2016, la compañía realizó la emisión de bonos para el refinanciamiento de pasivos de corto plazo, los que a 2015 representaban la totalidad de los vencimientos. De esta forma, en los últimos años, los vencimientos de largo plazo han representado cerca de un 55% del total.

A diciembre de 2018, la deuda financiera alcanzó los G\$ 217.928 millones, registrando un incremento de un 50% respecto de diciembre de 2017. Los anterior, debido a las mayores necesidades de capital de trabajo, asociadas mayoritariamente a la nueva estructura de concesiones de la marca New Holland en Paraguay. En efecto, a igual periodo, se observa un incremento de un 75,7% en los bienes de cambio.

Así, al cuarto trimestre de 2018, el *leverage* financiero alcanzó las 1,6 veces, desde las 1,1 veces registradas al cierre de 2017. 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 estructural.

En línea con lo anterior, tanto la volatilidad de los márgenes de la compañía como de los niveles de endeudamiento han derivado en indicadores de cobertura poco estables. A diciembre de 2018, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzó las 6,7 veces (4,4 veces a diciembre de 2017) y aquel medido como Ebitda sobre gastos financieros alcanzó las 2,1 veces (2,3 veces al cierre de 2017).

Cabe señalar que, las mayores necesidades de capital de trabajo, asociadas a mayores compras de unidades de la marca New Holland, influenciaron fuertemente su capacidad de generación operacional, alcanzando niveles deficitarios y derivando en que el indicador de flujo de caja neto operacional (FCNO) sobre deuda financiera alcanzara, en términos anuales, un valor negativo de 5,7%, en comparación con un 9,8% exhibido a diciembre del periodo anterior y 2% promedio entre 2012 y 2017.

Actualmente, Tape Ruvicha se encuentra en proceso de inscripción de los programas de bonos G2 y USD2 por G\$ 52.500 millones y US\$ 2,1 millones, respectivamente. Los fondos a recaudar estarán destinados a la reestructuración de pasivos y al financiamiento de capital de trabajo.

En opinión de Feller Rate, en el corto plazo dicha emisión generará un debilitamiento en el perfil financiero de la compañía, asociado al incremento estructural de la deuda financiera, derivando en indicadores crediticios discordantes con la actual clasificación de riesgo.

Liquidez: Ajustada

A diciembre de 2018, la liquidez de la compañía estaba considerada "Ajustada". Lo anterior, en consideración a un nivel de caja y equivalente por G\$ 12.569 millones y una capacidad de generación de flujo de caja neto operacional que, considerando 12 meses, alcanzaba niveles deficitarios (G\$ -12.414 millones), en comparación con vencimientos en el corto plazo por G\$ 107.088 millones. Adicionalmente, considera las necesidades de capital de trabajo que proyecta la administración para 2019 (cercasas a los G\$ 100.000 millones) y una estructura de deuda financiera concentrada mayoritariamente (desde 2016) en el largo plazo.

Adicionalmente, la calificación incorpora el refinanciamiento de pasivos de corto plazo con parte de los fondos a recaudar con los programas de emisión en curso.

Características principales de los programas de emisión global de bonos corporativos G2 y USD2

Actualmente, Tape Ruvicha se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevos programas de emisión global de bonos corporativos, cuyos fondos serán utilizados para el refinanciamiento de pasivos y al refinanciamiento de su capital de trabajo.

— PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS G2

El monto total del programa es de G\$ 52.500 millones, con plazos entre los 365 y 3.650 días (1 y 10 años, respectivamente), con amortización de capital y pago de intereses según se especifique en el prospecto de cada Serie. Por su parte, la tasa de interés será definida en el momento de las emisiones.

El uso de los fondos está definido como un 30% para la reestructuración de pasivos y un 70% para el financiamiento del capital operativo para compra de mercadería y posterior venta.

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

Solvencia	BBB+py
Tendencia	Sensible (-)

— PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL DE BONOS USD2

El monto total del programa es de US\$ 2,1 millones, con plazos entre los 365 y 3.650 días (1 y 10 años, respectivamente), con amortización de capital y pago de intereses según se especifique en el prospecto de cada Serie. Por su parte, la tasa de interés será definida en el momento de las emisiones.

El uso de los fondos está definido como un 30% para la reestructuración de pasivos y un 70% para el financiamiento del capital operativo para compra de mercadería y posterior venta.

El programa de emisión contará con una garantía quirográfica.

Solvencia	Noviembre 2015	Enero 2017	Enero 2018	Enero 2019	Marzo 2019	Abril 2019
Tendencia	BBB+py	BBB+py	BBB+py	BBB+py	BBB+py	BBB+py
Bonos	Estable	Estable	Estable	Estable	Sensible (-)	Sensible (-)
	BBB+py	BBB+py	BBB+py	BBB+py	BBB+py	BBB+py

Resumen Financiero

Millones de Guaraníes

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos por Venta	217.988	150.824	216.430	241.495	179.574	215.346	273.326	318.673
Ebitda ⁽¹⁾	19.200	4.632	15.537	21.547	17.099	22.258	32.403	30.803
Resultado Operacional	17.705	2.846	13.454	19.315	14.615	19.648	29.238	26.477
Ingresos Financieros	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-2.911	-3.935	-5.297	-7.316	-9.874	-14.037	-14.032	-14.985
Utilidad del Ejercicio	10.131	2.721	6.272	12.307	5.896	10.938	15.519	12.040
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	854	5.066	894	3.681	-37.304	16.068	14.267	-12.414
Inversiones Netas	-1.871	-7.233	-823	-1.881	-2.920	-3.545	-7.252	-20.898
Flujo Caja Operación Neto Inversiones	-1.018	-2.167	71	1.800	-40.224	12.523	7.015	-33.312
Dividendos Pagados	0	0	-3.823	-3.956	-4.680	-3.541	-4.000	-3.000
Variación de Capital Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Deuda Financiera	-1.868	7.372	-2.600	857	49.547	-9.402	-5.420	44.531
Flujo Caja Neto del Ejercicio	-2.943	5.039	-6.116	-1.279	5.414	-445	-2.520	8.456
Caja Inicial	6.961	4.019	9.058	2.942	1.663	7.077	6.632	4.112
Caja Final	4.019	9.058	2.942	1.663	7.077	6.632	4.112	12.569
Caja y Equivalentes	4.019	9.058	2.942	1.663	7.077	6.632	4.112	12.569
Cuentas por Cobrar Clientes	25.265	25.787	21.092	31.929	43.139	65.703	88.002	114.631
Inventario	67.888	59.668	86.407	92.077	112.400	108.641	125.626	220.779
Deuda Financiera	25.727	37.301	40.495	50.941	115.572	140.142	145.326	217.928
Activos Totales	159.566	165.685	185.986	199.377	244.005	291.596	338.921	499.372
Pasivos Totales	78.078	80.326	96.506	99.449	141.974	178.610	211.771	360.575
Patrimonio + Interés Minoritario	81.488	85.360	89.480	99.927	102.031	112.985	127.150	138.797

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

2) Estados Financieros a 2018 no auditados.

Principales Indicadores

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Margen Bruto	21,7%	19,9%	21,4%	24,2%	27,5%	25,5%	26,9%	26,8%
Margen Operacional (%)	8,1%	1,9%	6,2%	8,0%	8,1%	9,1%	10,7%	8,3%
Margen Ebitda (%)	8,8%	3,1%	7,2%	8,9%	9,5%	10,3%	11,9%	9,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	12,4%	3,2%	7,0%	12,3%	5,8%	9,7%	12,2%	8,7%
Costos / Vtas.	78,3%	80,1%	78,6%	75,8%	72,5%	74,5%	73,1%	73,2%
GAV / Vtas.	13,6%	18,0%	15,2%	16,2%	19,4%	16,4%	16,2%	18,5%
Días de Cobro	42,3	62,4	35,6	48,3	87,7	111,4	117,5	131,3
Días de Inventario	145,2	180,2	185,4	183,5	315,3	247,1	229,6	345,4
Días de Pago	63,4	89,6	88,8	71,0	42,8	43,5	89,9	203,8
Endeudamiento Total (vc)	1,0	0,9	1,1	1,0	1,4	1,6	1,7	2,6
Endeudamiento Financiero (vc)	0,3	0,4	0,5	0,5	1,1	1,2	1,1	1,6
Endeudamiento Financiero Neto(vc)	0,3	0,3	0,4	0,5	1,1	1,2	1,1	1,5
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,3	8,1	2,6	2,4	6,8	6,3	4,5	7,1
Deuda Financ. Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,1	6,1	2,4	2,3	6,3	6,0	4,4	6,7
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros (vc)	6,6	1,2	2,9	2,9	1,7	1,6	2,3	2,1
FCNO / Deuda Financiera (%)	3,3%	13,6%	2,2%	7,2%	-32,3%	11,5%	9,8%	-5,7%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	3,9%	17,9%	2,4%	7,5%	-34,4%	12,0%	10,1%	-6,0%
Liquidez Corriente (vc)	1,6	1,5	1,4	1,5	1,5	2,4	2,0	1,5

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

2) Estados Financieros a 2018 no auditados.

Características de los instrumentos

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS	Programa G1	Programa USD1	Programa G2	Programa USD2
Valor total de la emisión	16.500 millones de guaraníes	7.000.000 de dólares	52.500 millones de guaraníes	2.100.000 de dólares
Fecha de registro	12.01.2016	12.01.2016	En proceso	En proceso
Covenants	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Plazo de vencimiento	Desde 365 a 3.650 días	Desde 365 a 3.650 días	Desde 365 a 3.650 días	Desde 365 a 3.650 días
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Quirografaria	Quirografaria	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

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 muy 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.

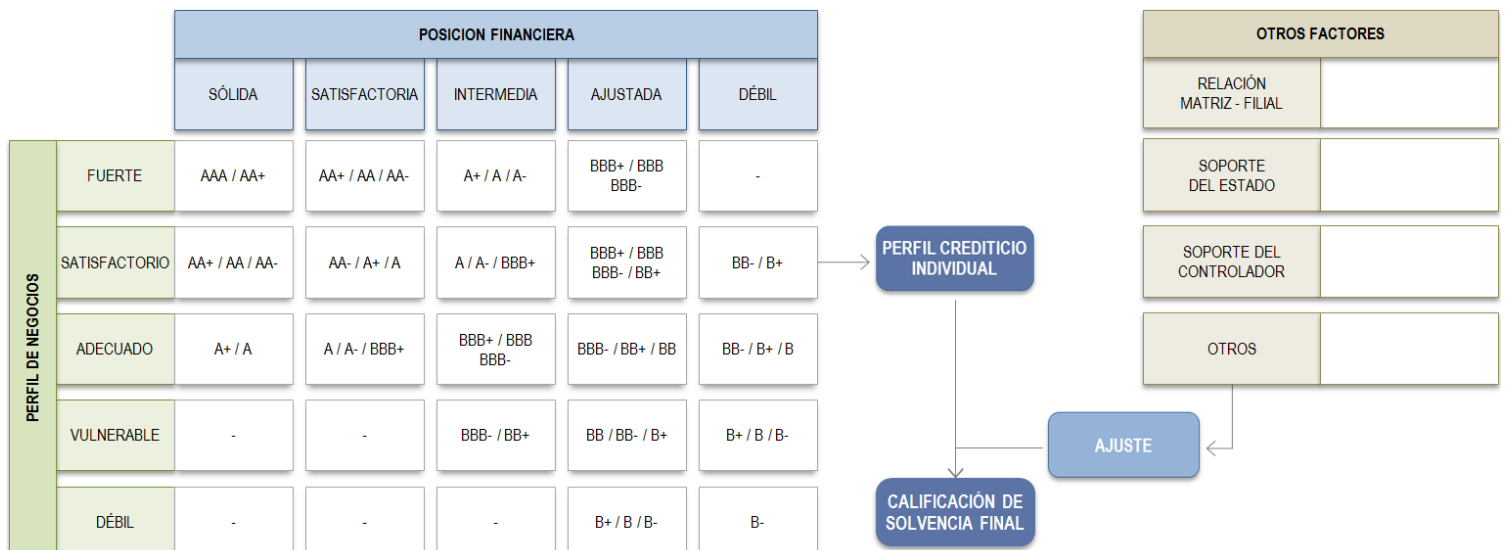
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

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: 8 de abril de 2019.

Tipo de reporte: Nuevo Instrumento

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	
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	Solvencia	BBB+py
	Bonos G1 y USD1	BBB+py
	Bonos G2 y USD2	BBB+py
	Tendencia	Sensible (-)

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

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

Descripción general de la información empleada en el proceso de calificación

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

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- 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.

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.