

Tape Ruvicha S.A.E.C.A.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó en BBB-py la calificación de Emisor de Largo Plazo de Tape Ruvicha S.A.E.C.A. (Tape Ruvicha) y en pyBBB- a los Programas Globales de Bonos vigentes. La calificación se sustenta por un lado en un perfil operativo donde se destaca la exclusividad en la representación de la marca Ford Motor Company (Ford) en Paraguay y en ser uno de los dos representantes de la marca Case New Holland (CNH), con una estructura de costos flexible y cierta volatilidad en las ventas, aunque con tendencia creciente de estas últimas a partir del lanzamiento de nuevos modelos Ford en el segmento SUV y pickups, compensando la caída en las ventas de CNH producto de los eventos climáticos adversos de los últimos tiempos en Paraguay. Adicionalmente, se consideró el elevado apalancamiento de la compañía, la ajustada cobertura de intereses (EBITDA vs. intereses incluyendo los correspondientes a venta de cartera) y la moderada morosidad, con baja pérdida esperada de los créditos por su recuperación en torno al 90% de los casos.

Exclusividad de marcas y diversificación de ventas: Tape Ruvicha cuenta con la representación exclusiva de la marca Ford y en el caso de maquinaria agrícola, cuenta con la representación de la marca CNH, con contrato con vigencia hasta 2026, que se ha renovado automáticamente desde hace más de 40 años. Cabe aclarar que la participación de mercado a diciembre 2022 de la marca Ford en Paraguay era de 1,5% y de la marca CNH de 6,4% para tractores y 8,6% para cosechadoras. En el caso de CNH no tiene exclusividad, sino que compete con otro representante en el mismo mercado. Durante 2018 CNH decidió reducir la cantidad de representantes en el país de 3 a 2, manteniéndose Tape Ruvicha como uno de ellos. Durante el 2022, el aumento de las ventas de Ford permitió compensar de manera parcial la retracción de las ventas de la marca CNH producto de la sequía que afectó al sector agrícola. Hacia adelante FIX estima un incremento en las ventas sobre todo en el segmento CNH debido a la recuperación de la actividad agropecuaria como consecuencia de las mejoras climáticas evidencias a la fecha y consecuentemente el crecimiento del PBI de dicho sector.

Estructura de costos flexible: La compañía no tiene proceso productivo, sino que comercializa los bienes que importa, por lo que sus costos fijos son relativamente bajos, los que representaban el 19% de las ventas a diciembre 2022, habiendo aumentado desde el 16% del año anterior. Esa estructura le otorga flexibilidad y generación de rentabilidades positivas, con márgenes que oscilaron entre 8% y 14% en los últimos seis años. En tanto, aún en contextos adversos la compañía supo mantener márgenes operativos positivos, sobre todo en 2020 bajo contexto de pandemia, alcanzando un 8%. Hacia adelante FIX estima que los márgenes se mantendrán en línea con los valores históricos.

Elevado nivel de apalancamiento y ajustada cobertura de intereses: Pese a una reducción de la deuda medida en dólares por aumento del tipo de cambio, el nivel de apalancamiento ha aumentado pasando a USD 55,6 millones y ratio Deuda/EBITDA de 8,7x (medido en dólares) a diciembre 2022 (incluye deuda contingente por los créditos cedidos de USD 7,3 millones) vs USD 58,1 millones y un ratio Deuda/EBITDA ajustado de 6,4x a diciembre 2021. El aumento del indicador mencionado se debió principalmente a la caída del EBITDA, producto de las menores ventas de la marca CNH como consecuencia de la retracción en la actividad del sector agropecuario, y por lo tanto también, la mantención de elevados niveles de inventarios. En tanto, el ratio de cobertura de intereses consolidado (respecto del EBITDA) a diciembre 2022 era de sólo 1,0x. Cabe aclarar que según balance trimestral a marzo 2023 (no consolidado), el nivel de apalancamiento se ubicó en 6,7x (medido en dólares, incluye deuda contingente por los créditos cedidos de USD 2,8 millones)). Por otro lado, se tiene en cuenta la buena flexibilidad financiera que tiene la compañía con línea de créditos por hasta USD 15 millones. FIX continuará monitoreando la situación, esperando que la compañía inicie un proceso

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB-py
Programa Global de bonos G1 y D1*	pyBBB-
Programa Global de bonos G2 y D2*	pyBBB-
Programa Global de bonos G3 y D3*	pyBBB-
Programa Global de bonos G4 y D4*	pyBBB-

*ver Anexo III

Tendencia	Estable
-----------	---------

Resumen Financiero

Tape Ruvicha S.A.E.C.A.		
Consolidado (Gs millones)	31/12/22 12 Meses	31/12/21 12 Meses
Total Activos	757.779	683.760
Deuda Financiera	354.744	370.942
Ingresos	411.550	446.437
EBITDA	45.518	63.034
EBITDA (%)	11,1	14,1
Deuda Total/EBITDA (x)	9,0	6,4
Deuda Neta Total/EBITDA (x)	7,4	5,1
EBITDA/Intereses (x)	1,0	1,2

Criterios Relacionados

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

Analistas

Analista Principal
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
 +54 11 5235 8171

Analista Secundario
 Ignacio Schwelm
 Director Asociado
ignacio.schwelm@fixscr.com
 +54 11 5235 8119

desapalancamiento con mejora en la cobertura de tasas, como consecuencia del incremento en la generación de flujos a partir del incremento en las ventas esperadas por la compañía para CNH, producto del contexto favorable en el sector que abastece.

Volatilidad en la generación de fondos y fuertes necesidades de capital de trabajo: La compañía presentó en los últimos seis años flujos de fondos libres volátiles, con una alta carga de intereses, capital de trabajo y distribución de dividendos, sumado a las inversiones de capital con pico en 2019 de USD 6,6 millones por la compra de la compañía ACE S.A.C Automotores (ACE). Los ingresos de la compañía, por su parte, se encuentran relacionados a la actividad agropecuaria y la volatilidad que representa ese sector en función de los resultados de las cosechas y los precios de los commodities. El modelo de negocio implica fuertes necesidades de capital de trabajo, ya sea por la financiación ofrecida al cliente (aunque parcialmente cedidos estos créditos a instituciones financieras) o por la compra y mantenimiento de inventario.

Recupero del nivel de ventas: A diciembre 2022, los niveles de ingresos han caído un 10% respecto de 2021 (USD 57,8 millones desde USD 64,7 millones), debido a un peor performance del segmento de CNH producto del ya mencionado contexto climático que afectó al segmento que abastece, aunque compensado por una recuperación parcial en las ventas del segmento de Ford producto de un cambio de estrategia pasando a vender camionetas y SUVs en desmedro de vehículos pequeños, aunque por debajo de las proyecciones de la compañía. Asimismo, los niveles de ventas de 2022 se ubican entre los mejores valores de los últimos seis años, luego del pico en 2021. El margen de EBITDA disminuyó a 11,1% en 2022 desde 14,1% en 2021, ubicándose algo por debajo del promedio de los últimos seis años (11,6%), como consecuencia de las menores ventas ya explicadas y mayores costos en gastos de comercialización (aumento del 16% con respecto al 2021). Cabe aclarar que a marzo 2023 (trimestral, en términos individuales), la compañía presentó ventas por USD 10,6 millones y un margen EBITDA del 14,6%, en línea con el primer trimestre de 2022.

Moderado nivel de morosidad con baja pérdida esperada: Desde 2020, la compañía modificó su política de asignación de créditos para poder vender cartera propia a instituciones financieras que estuvieran interesadas en adquirirlas. De esta manera, Tape Ruvicha puede ceder aquellos créditos que las entidades financieras quieran adquirir y obtener fondos a una tasa que varía entre el 6 y el 7% anual para enfocar sus esfuerzos en la venta de vehículos y maquinaria agrícola, que es su principal negocio. Los créditos de peor calidad se mantienen en el patrimonio de Tape Ruvicha, existiendo créditos con grandes niveles de atrasos. Si bien estos últimos están provisionados, no son enviados a pérdida por decisión del Directorio. Del total de créditos por ventas a diciembre 2022 por Gs 164.376 millones, Gs 25.692 se encontraban vencidos (16% vs 17% en 2021). Asimismo, Gs 32.864 millones se encontraban en gestión judicial (128% del total de vencidos).

Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría verse presionada a la baja ante condiciones de mercado más complejas o políticas financieras más agresivas que expongan a la compañía en forma sostenida a una débil generación de EBITDA y ratios de endeudamiento (Deuda/EBITDA) consistentemente por encima de 7,0x, con débiles coberturas de interés. Asimismo, la calificación podría bajar ante la falta de desapalancamiento o más lento al esperado por FIX que impliquen ajustada cobertura de intereses en torno a 1x, o nuevas inversiones de capital o distribuciones de dividendos que produzcan efectivos negativos sobre los flujos del negocio.

Por otra parte, una suba de calificación se considera poco probable en el corto plazo

Liquidez y Estructura de Capital

Adecuada flexibilidad financiera: A marzo 2023, el ratio se sitúa en 0,2x, exhibiendo una ajustada liquidez. No obstante, la compañía tiene un track record de emisiones de obligaciones negociables en los últimos años y líneas de crédito disponibles por USD 15 millones.

Perfil del Negocio

Tape Ruvicha S.A.E.C.A. (Tape Ruvicha) es una compañía paraguaya fundada en 1973, cuya principal actividad es la venta de vehículos y maquinaria agrícola, tanto nuevos como usados.

No hay vehículos en consignación, todos los vehículos son propiedad de la empresa. Tampoco cuenta con contratos firmados que garanticen compromisos de determinadas cantidades de compra. En forma anual se establece el presupuesto de fábrica con cada marca y se va revisando en forma trimestral.

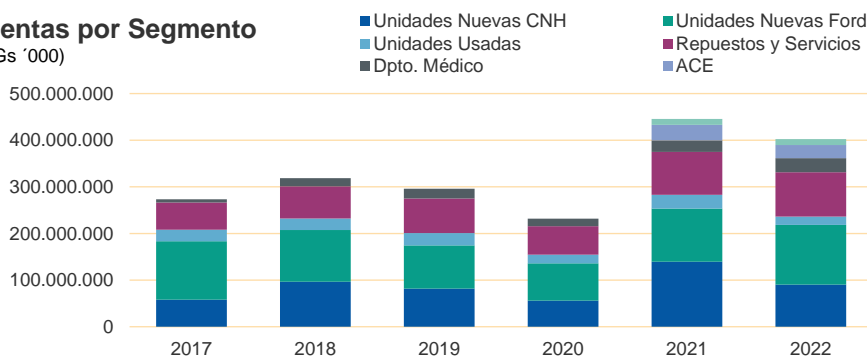
Adicionalmente, la compañía comercializa filtros de aire y equipo médico de análisis clínico. En el caso de vehículos, Tape Ruvicha cuenta con la representación de la marca Ford y en el caso de maquinaria agrícola, cuenta con la representación de la marca Case New Holland (CNH). Por otro lado, la marca de filtro de aire es Wega y en el caso de equipos médicos, es Beckman Coulter. Además de la venta de autos y maquinaria agrícola, la compañía realiza servicio técnico, reparación y venta de repuestos, mediante sus talleres especializados.

En 2019, Tape Ruvicha adquirió la empresa ACE S.A.C Automotores (tenencia actual del 99,60%, no consolida), empresa local que cuenta con la representación exclusiva de las marcas Land Rover y Jaguar. En su momento, implicó una inversión de USD 6,6 millones, que demandó de mayores necesidades de financiamiento.

La compañía cuenta con 5 sucursales ubicadas en la capital, Asunción (casa matriz) y al este de Paraguay. De las cinco sucursales, cuatro de ellas son propias y una es alquilada. Además de las sucursales propias, cuenta con 4 distribuidores a los que la compañía vende unidades y repuestos.

A continuación se exponen los ingresos históricos de los principales negocios y su representación a diciembre 2022.

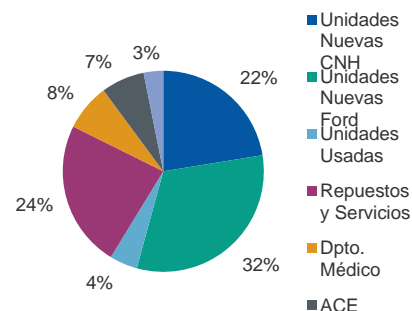
Ventas por Segmento
 (Gs '000)



*Desde 2021 en términos consolidados
 Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

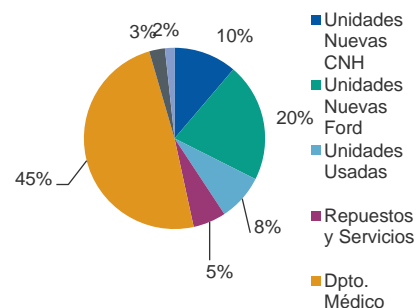
A diciembre 2022, los niveles de ingresos han caído un 7,8% respecto de 2021 (USD 57,8 millones desde USD 64,7 millones), asimismo, representaron un aumento del 44% respecto de 2020, encontrándose por encima de sus valores históricos. La recuperación en 2021 fue impulsada por el incremento de ventas de maquinaria agrícola en desmedro de vehículos marca Ford. Durante el 2022, se incrementaron las ventas de Ford en desmedro de CNH, producto de las menores ventas de maquinaria agrícola como consecuencia de la sequía que afecta a la producción. El Margen de EBITDA descendió a 11,1% desde 14,1% en 2021, ubicándose algo por debajo del promedio de los últimos seis años (11,6%).

Ventas por segmento 2022



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Margenes Netos (R. Bruto - Gs.Venta) por segmento 2022

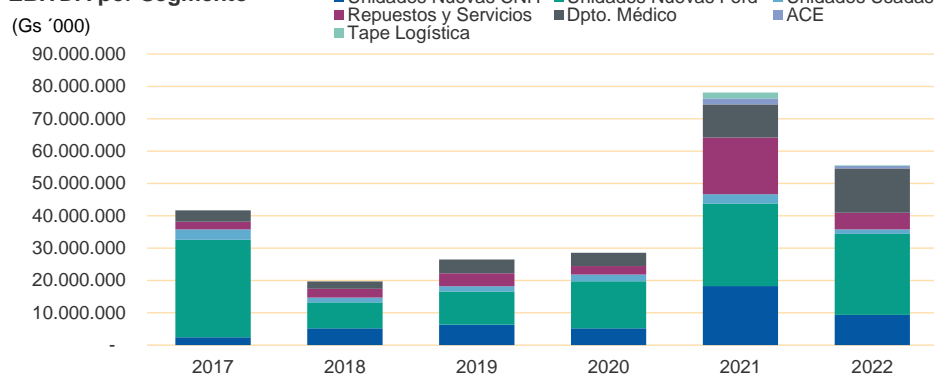


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Márgenes Netos (Resultado Bruto - Gs Ventas) por segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Unidades Nuevas CNH	4%	5%	8%	9%	13%	10%
Unidades Nuevas Ford	24%	7%	11%	18%	22%	20%
Unidades Usadas	13%	6%	6%	11%	10%	8%
Repuestos y Servicios	4%	4%	5%	4%	19%	5%
Dpto. Médico	50%	13%	20%	26%	42%	45%
ACE					5%	3%
Tape Logística					14%	2%

Información de la empresa, Fix Scr

EBITDA por Segmento



*Desde 2021 en términos consolidados
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Según los estados financieros individuales a marzo 2023 (trimestral), la compañía presentó ventas por USD 10,6 millones y un margen EBITDA del 14,6%, en línea con el primer trimestre de 2022. Se destaca que el margen neto de ventas aportado por la marca Ford se ha comportado con cierta volatilidad con tendencia a la baja desde 2017, aunque a partir del lanzamiento de nuevos productos de la marca Ford en los segmentos de pickups y SUVs, recuperándose el nivel de ventas.

Unidades de negocios

Representación Case New Holland Inc. (25% de ventas y 10% de Margen Neto consolidado a Dic 22):

La venta de maquinaria agrícola es una de las actividades más importantes que realiza Tape Ruvicha. Hace más de 40 años que cuenta con la representación no exclusiva de la marca Case New Holland (CNH). El contrato tiene un plazo de duración hasta junio 2026 y se renegocia tres meses antes de su finalización.

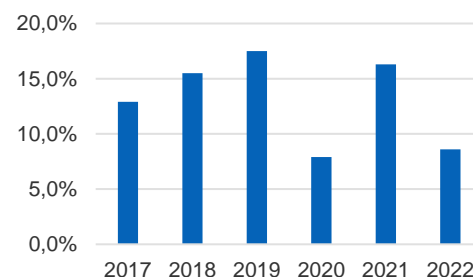
La participación de la marca en las ventas de la compañía es volátil, relacionada con el nivel de actividad agropecuaria. Las ventas de CNH han tomado una mayor participación en 2021, alcanzando un 35% del total de ventas. Sin embargo, en 2022 la participación cayó a 25% producto de una caída en las ventas de maquinaria agrícola como consecuencia de la caída en la actividad agropecuaria producto de las condiciones climáticas.

En 2022, la marca CNH se posicionó en segundo lugar en el mercado de cosechadoras, con un 30,1% de la importación total de cosechadoras en el mercado paraguayo, y como la tercera marca en tractores con el 14,1% de la importación.

El crecimiento de 2018 se debe a que CNH decidió bajar a 2 desde 3 representantes en Paraguay y la caída del 2020 a los efectos provocados por la pandemia.

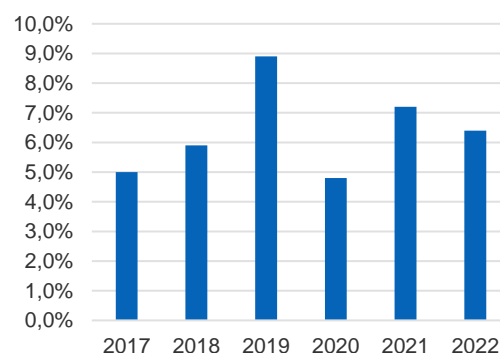
A partir del cambio en 2018, CNH les demandó a sus representantes mantener un nivel de ventas mínimas para el mercado paraguayo lo que implicó una necesidad de financiamiento

Participación de mercado histórica - Cosechadoras CNH



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Participación de mercado histórica - Tractores CNH



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

adicional por parte de Tape Ruvicha. La compañía tuvo mayores presiones por parte del capital de trabajo y al mismo tiempo tuvo que incrementar su estructura. Al igual que Ford, se proyectan compromisos de venta a un año vista.

En 2022, la participación de este segmento se vió fuertemente afectada sobre todo en la venta de cosechadoras producto de una caída del 12,7% del producto del sector agrícola en Paraguay. Por otro lado, la caída y el bajo margen se debe a lo competitivo de este segmento donde existen múltiples vendedores de maquinarias.

Representación Ford Motor Company (35% de ventas y 20% de Margen Neto consolidados a Dic 22):

Una de las principales actividades de Tape Ruvicha es la comercialización de vehículos Okm marca Ford Motor Company (Ford). La compañía cuenta con la representación exclusiva de Ford desde hace más de 40 años para el mercado paraguayo sin plazo de término, donde también se encarga de realizar servicio técnico y venta de repuestos. En 2022 tuvo una participación de mercado del 1,5% habiendo disminuido gradualmente durante los cuatro años anteriores, pasado de una participación de 2,6% en 2017 a 1,4% en 2020. En los últimos años, se ha estabilizado alrededor del 1,5%.

En 2019 el PBI del sector agrícola, al que están destinadas en gran medida directa e indirectamente ventas de vehículos, sufrió una caída del 4,6%. A esa situación siguió un 2020 con efectos en la producción provocados por la Pandemia y demoras en las entregas de vehículos por falta de chips. Durante 2021, debido al cierre de la fábrica de Ford en Brasil, la compañía comenzó a importar vehículos, camionetas y SUVs desde Estados Unidos, México, Tailandia e India.

Como consecuencia de lo anterior y el aumento de ventas de maquinaria agrícola, la participación de las ventas de Ford disminuyó desde representar el 46% de las ventas totales de la compañía en 2017 a representar un 34% en 2020. A diciembre 2022, las ventas de Ford representaban el 32% del total. Este aumento de las ventas de Ford sobre las ventas totales responde a dos efectos, por un lado a una caída de las ventas de CNH producto de la sequía, en cuanto a unidades representó una caída del 23%, y por otro lado, una aumento de unidades de Ford en un 25% producto de un cambio de política de la compañía que se empezó a enfocar en la ventas de camionetas y SUVs.

Para el año 2023, la compañía espera vender 680 unidades de acuerdo al compromiso de provisión con Ford. En el 2022, se vendieron un total de 465 unidades. La oferta abarcará Ranger, Ranger Raptor y la serie F-150 en su versión convencional y Raptor, en el segmento de Camionetas, que representa el mayor volumen de ventas.

En SUV's se introducirán nuevos productos mundiales: Territory de China, Bronco de México y Nueva Explorer del mercado americano. Resta sustituir el origen de la Ecosport, que se importaba de Brasil. Está en análisis importar de China o sustituir por el Puma que se produce en Europa.

Servicio Técnico y Repuestos (27% de ventas y 5% de Margen Neto consolidado a Dic 2022):

Tape Ruvicha brinda servicio técnico y venta de repuestos para las marcas que representa. Desde 2017, esta unidad de negocio representa un promedio del 24% de las ventas de la compañía. A diciembre 2022 representó un 26%, creciendo desde 23% de las ventas de 2022.

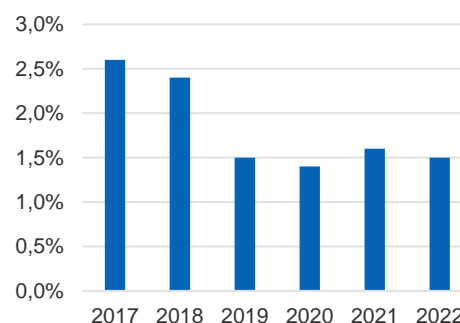
El margen neto es bajo debido a que el servicio técnico suele ser deficitario para la compañía, no así la venta de repuestos.

Tape Logística y ACE S.A.C.

Relacionado con la industria automotriz, Tape Ruvicha posee el 96,97% de las acciones de Tape Logística S.A., compañía con la representación de la marca Chery en Paraguay. Adicionalmente, cuenta con el 99,6% de las acciones de ACE S.A.C., compañía paraguaya que cuenta con la representación de las marcas Jaguar y Land Rover.

Durante 2022 el EBITDA generado por ACE fue de Gs. 4.175 millones (USD 568 millones) y por Tape Logística de Gs 3.211 millones (USD 437 millones).

Participación de mercado histórica - Ford



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Cientes

El segmento agrícola representa el mayor porcentaje de la cartera de clientes y se encuentra enfocado en cooperativas, productores, prestadores de servicios y medianos y pequeños agricultores. Respecto del segmento de automóviles, la venta esta atomizada en clientes individuales principalmente.

El promedio de ventas financiadas durante el 2022 fue de 70% y contado 30%. El mercado objetivo de créditos definido por la organización, se orienta principalmente a Empleados y Funcionarios de Empresas Privadas y Públicas, Comerciantes, Profesionales Independientes, Agricultores y Ganaderos, así como también empresas del sector privado. Los sujetos de crédito pueden ser personas jurídicas o físicas mayores de edad, que residan dentro del territorio nacional y que cumplan con los requisitos establecidos en esta política y en los procedimientos o documentos aprobados por la organización. El inicial propuesto para en el plan de pago deberá ser del 10% del valor total del vehículo, maquinaria y/o implemento agrícola solicitados, tanto para unidades nuevas 0 Km como usadas. Los intereses se pactan en tasas entre 1,25% / 1,5% por encima de la tasa de descuento de cartera y los plazos establecidos son a 12, 24, 36, 48 y 60 meses.

Respecto de las garantías, éstas pueden ser: a sola firma, co-deudoría solidaria, prendaria, hipotecaria u otras más específicas (warrants, etc). Los préstamos a sola firma serán otorgados a aquellos solicitantes cuya evaluación crediticia cumpla con las condiciones establecidas en la política de créditos o con clientes con los cuales se tiene ya probada una experiencia crediticia satisfactoria, donde las cifras de su gestión económico-financiera-patrimonial muestran la consistencia y solidez necesarias.

Desde 2020, la compañía modificó su política de asignación de créditos para poder vender cartera propia a instituciones financieras que estuvieran interesadas en adquirirlas. De esta manera, Tape Ruvicha puede ceder aquellos créditos que las entidades financieras quieran adquirir y obtener fondos a una tasa que varía entre el 6 y el 7% anual para enfocar sus esfuerzos en la venta de vehículos y maquinaria agrícola, que es su principal negocio. Los créditos de peor calidad se mantienen en el patrimonio de Tape Ruvicha, existiendo créditos con grandes niveles de atrasos. Si bien estos últimos están provisionados en un 100%, no son enviados a pérdida por decisión del Directorio. Del total de créditos por ventas a diciembre 2022 por Gs 164.376 millones, Gs 25.692 se encontraban vencidos (16% vs 17% en 2021). Asimismo, Gs 32.864 millones se encontraban en gestión judicial (128% del total de vencidos).

Los créditos cedidos a instituciones financieras a diciembre 2022 eran de Gs 53.828 MM (USD 7.3 millones).

Los intereses por ventas financiadas se registran en el rubro Ventas. Adicionalmente, la compañía descuenta en las operaciones de contado entre un 8% al valor de lista, sobre el cual se calculan los intereses en caso de financiarse, por lo que adicionalmente al interés que se agrega tienen implícito un interés de esos niveles.

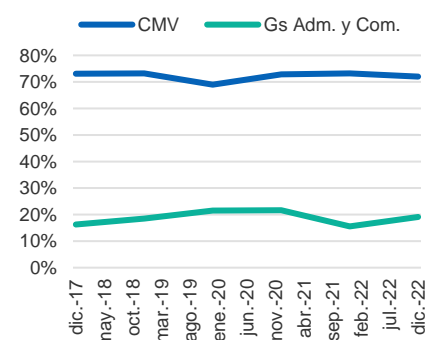
Los precios de venta se determinan en dólares y se mantienen en esa moneda en caso de financiamiento, por lo tanto no se observa un riesgo significativo de descalce.

Estructura de Costos

La compañía posee una estructura de costos flexible ya que el principal costo de la misma es la compra de mercadería para la reventa (importación), que a diciembre 2022 representaba el 72% de las ventas. Los gastos de administración y comercialización por su parte eran del 19% de las ventas, existiendo un aumento con respecto al 2021 (15%), el aumento se explica por los costos de comercialización, principalmente un aumento de gastos de alquiler (75,9%), impuestos y tasas (104,5%) y gastos de publicidad y propaganda (54%).

En un plazo de dos/tres años la compañía tiene previsto establecer una administración conjunta para todas las sociedades del grupo en búsqueda de eficiencias de costos administrativos, disminuyéndoles un 25% (USD 0.5 millones aprox.) para Tape Ruvicha, a partir de la implementación del sistema SAP en cada empresa.

Estructura de costos



Estrategia

La trayectoria de la compañía se sustenta en la experiencia en el mercado local desde hace más de 40 años y la representación de las marcas Ford (exclusiva) y CNH (uno de los dos representantes en Paraguay).

Hacia adelante, la compañía recupera el nivel de ventas en el segmento de CNH mediante la recuperación de la actividad económica del segmento agrícola.

Debido al elevado costo de deuda que actualmente presenta la compañía, no evalúa tomar deuda incremental, sino por el contrario comenzar un proceso de desendeudamiento, aunque gradual, dependiendo del nivel de ventas proyectado para 2022.

Posición competitiva

La ubicación de sus sucursales, tanto al este como en la capital de Paraguay, cercano a sus clientes agropecuarios y de consumo le otorga una buena posición competitiva. Adicionalmente cuenta con la representación exclusiva de la marca Ford y es uno de los dos representantes de la marca CNH. La venta de equipo médico le otorga una ventaja relativa al no presentar correlación con la actividad agropecuaria ni el nivel de consumo; a pesar de tener una escasa participación en las ventas de la compañía.

El posicionamiento de mercado respecto de la marca CNH representa el 6,4% en tractores y el 8,6% en cosechadoras. No obstante, el market-share de la Cía es bajo en el segmento de automóviles, 1,5% durante 2022.

Administración y calidad de los accionistas

Tape Ruvicha S.A.E.C.A es una compañía perteneciente a un grupo de compañías de la familia Pappalardo, grupo económico de Paraguay compuesto por una cartera de negocios diversificados en la industria automotriz, consumo masivo, química y agropecuario. FIX entiende que, si bien el grupo no se encuentra jurídicamente constituido como tal y cada empresa tiene un manejo independiente de sus operaciones, existe un fuerte lazo reputacional y económico entre Tape Ruvicha S.A.E.C.A. y sus accionistas, la familia Pappalardo.

Riesgos del sector

El mercado automotriz presenta una elevada correlación al PBI al ser considerados bienes de consumo. Según los datos del Banco Central de Paraguay, en abril 2019 el Estimado de Cifras de Negocios de Venta de Vehículos tuvo una caída de 23,8% respecto al mismo periodo de 2018. El mismo periodo el Indicador Mensual de Actividad cayó un 5,4% interanual. En abril 2020, producto de la pandemia, la venta de vehículos tuvo una contracción del 55% interanual respecto a 2019, mostrando un repunte durante 2021 del 18,3% (acumulado de enero a octubre de 2021 versus igual período del año anterior). A marzo 2022 el Indicador Mensual de Actividad acumuló una variación negativa de 2,7%, generado principalmente en agricultura, ganadería, generación de energía eléctrica y manufactura.

Las ventas de vehículos y maquinaria de Tape Ruvicha están relacionadas con los sectores de consumo y agrícola, ya que sus principales ventas de vehículos y maquinaria agrícola, representan el 64% de los ingresos a septiembre 2021. En abril 2020, el sector de la construcción tuvo una variación menor en relación al sector de automotriz, cayendo un 24%. Sin embargo, la decisión del gobierno de Paraguay de continuar con obra pública durante la pandemia benefició al sector, participando del 9,8% del PBI del 2020 según los datos publicados por el Banco Central. El otro sector que tuvo una fuerte participación durante la pandemia fue el agropecuario con un 9%.

El año 2021 y 2022 han sido los mejores años de facturación de la empresa en los últimos seis años. Las perspectivas para los próximos años siguen siendo positivas con un crecimiento sostenido del PIB, fuertemente impulsado por el desarrollo agropecuario del país y el incremento de la inversión extranjera en proyectos de celulosa, cemento, faenamiento y exportación de carne y crecimiento en la superficie plantada que se proyecta para los próximos años.

Factores de Riesgo

- **Reducida diversificación de proveedores:** Demoras en los plazos de entrega, o cambios en las condiciones comerciales, podrían impactar negativamente a la empresa en cuanto a rentabilidad y necesidades de financiamiento.
- **Bajas barreras de entrada:** Si bien Paraguay no cuenta con producción propia de vehículos y la importación no se encuentra restringida, el presente riesgo es mitigado por contar con representación exclusiva de Ford y casi exclusiva de CNH.
- **Elevado apalancamiento:** El modelo de negocio implica financiar elevadas necesidades de capital de trabajo, ya sea por la financiación ofrecida al cliente o por la compra y mantenimiento de inventario. La flexibilidad financiera y la calidad crediticia de la compañía podrían verse debilitadas por la ciclicidad del negocio que implique un menor nivel de actividad y dificultad para cobrar los créditos. Adicionalmente, dado su tamaño, el costo de la deuda tiene un peso elevado en la estructura de gastos de la compañía.
- **Ciclicidad del negocio:** La venta de vehículos, al igual que los bienes de consumo, presentan una fuerte correlación con el nivel de actividad. Al vender camionetas y maquinaria agrícola, las ventas tienen correlación con el nivel de actividad del sector agropecuario con una volatilidad menor que los automóviles particulares.
- **Morosidad de clientes:** Dado que la mayor parte de las ventas se realizan a crédito y el pago mínimo representa sólo el 10% del valor del vehículo, la morosidad, medida como créditos con mora mayor a 30 días sobre el total representa niveles del 16% del total de crédito, y las provisiones por incobrabilidad al 16%. Este riesgo es principalmente mitigado por las garantías solicitadas y el elevado nivel de recupero, aunque las gestiones de ejecución de garantías pueden representar tiempos elevados.

Perfil Financiero

Rentabilidad

La compañía evidenció en los últimos años ventas relativamente estables, con crecimiento en 2021 y 2022 respecto del promedio, aunque con un comportamiento dispar entre sus dos unidades principales de negocio. Las ventas de Ford cayeron en forma significativa a partir de 2018, lo cual fue compensado principalmente por mayores ventas en el segmento de CNH. Esto último se explica en que a partir de 2018 se incrementó la venta de unidades de CNH, al pasar de 3 representantes a 2. En 2019 las ventas totales cayeron un 7%, por caída de ventas de vehículos en torno al 15/16%, compensadas por la venta de repuestos y equipos médicos. Ese año el PBI del sector agrícola, al que están destinadas en gran medida directa e indirectamente ventas de vehículos, sufrió una caída del 4.6%. A esa situación siguió un 2020 con efectos en la producción provocados por la pandemia y demoras en las entregas de vehículos por falta de chips. El impacto en la caída de las ventas durante 2020 fue de Gs. 28.633 millones (10% respecto de 2019). No obstante, el plan estratégico implementado por la compañía, focalizado en el control de riesgos y en generar ahorro de costos, permitió conseguir un margen EBITDA sobre ventas del 8%.

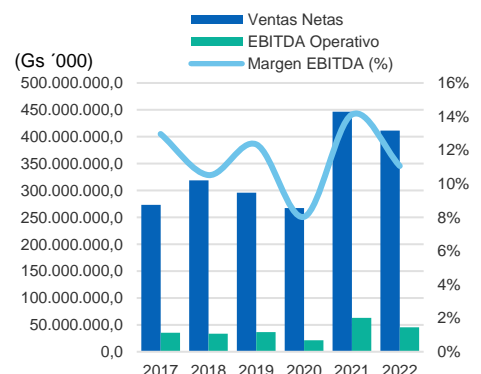
A diciembre 2022 Tape Ruvicha generó ventas por Gs. 411.550 millones, que representan una caída del 7,8% respecto 2021, sin embargo, las mismas siguen encontrándose por encima de los valores históricos de la compañía (entre 2016 y 2020 las ventas promedio eran de Gs 274.089 millones). La principal razón corresponde a la retracción que sufrió el sector agrícola durante el 2022 producto de las condiciones climáticas que afectaron a la producción impactando sobre las ventas de CNH.

A pesar de los vaivenes de mercado mencionados, Tape Ruvicha generó, durante los últimos seis años, rentabilidades estables entre el 10% y 14%, a excepción de 2019 con un 8%.

Cabe aclarar que los intereses por ventas financiadas se registran en el rubro Ventas, los que representan el 2% aproximadamente del total.

Según los estados financieros individuales a marzo 2023, la compañía presentó ventas por USD 10,6 millones y un margen EBITDA del 14,6%, en línea con el primer trimestre de 2022.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante FIX espera que Tape Ruvicha continúe mejorando los resultados operacionales ya en un entorno operacional más normalizado y a partir de un cambio de productos a ofrecer de la marca Ford con mayor margen, migrando de autos a camionetas y SUV y con una mejora de la actividad agropecuaria que le permitiría recuperar los márgenes de la marca CNH. A partir de 2023, FIX espera un crecimiento de la actividad moderado con márgenes estables en torno a los niveles históricos.

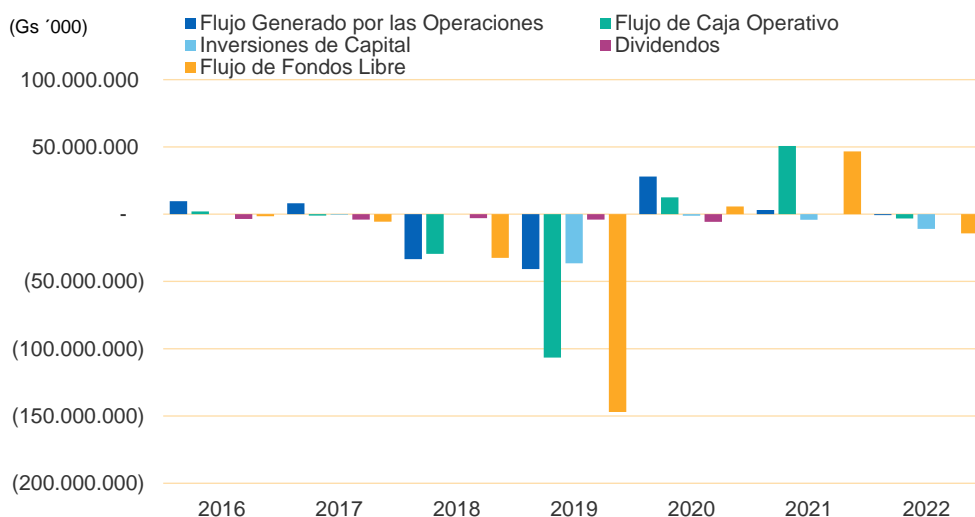
Flujo de fondos

La compañía no tiene bienes en consignación y, por lo tanto, todos los vehículos que comercializa son de su propiedad. Esa situación genera altos niveles de inventario, lo que sumado a las ventas a crédito, demandan un constante y elevado nivel de capital de trabajo para su financiación.

Desde 2016 Tape Ruvicha presentó Flujos Generados por las Operaciones (FGO) variables, con valores negativos entre 2018 y 2020, debido principalmente al aumento en el costo de financiamiento (FGO incluye intereses pagados). Dicho costo se triplicó entre 2016 y 2020, pasando de Gs. 14.037 millones a Gs. 43.638 millones.

Por su parte, el Flujo de Fondos Libre (FFL) se mantuvo negativo durante 2016 y 2020, con picos en los 2018 y 2019. Sumando a lo mencionado respecto del FGO de esos años, la compañía aumentó su capital de trabajo debido al cambio de estrategia expuesto respecto de la marca CNH (pasando de 3 a 2 representantes en Paraguay) y a la compra de ACE (USD 6.6 millones). Adicionalmente, Tape Ruvicha realizó distribuciones de dividendos todos los ejercicios en torno a Gs. 4.000 millones. A diciembre 2022, el FFL volvió a ser negativo producto de la acumulación de inventarios como consecuencia de las menores ventas en el segmento de CNH. A marzo 2023 (según estados financieros individuales) se mantiene esa tendencia con FFL negativo de Gs. 14.521 millones.

Flujo de Fondos



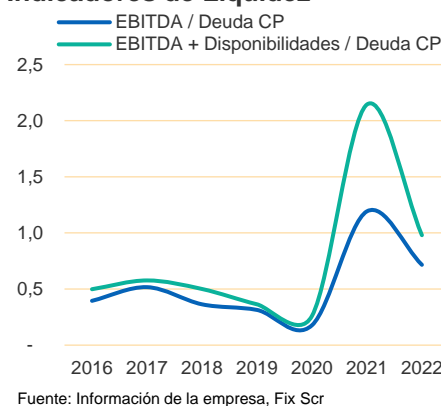
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, y a partir del cambio introducido en el descuento de ventas a crédito, FIX espera que la compañía mejore la posición de capital de trabajo, generando flujos de fondos libres positivos. Adicionalmente, la compañía ha logrado reducir el costo de financiamiento en bonos a través de sus últimas emisiones bajo los programas generales G4 y D4, por Gs 125.000 millones y USD 7.5 millones, respectivamente.

Liquidez y estructura de capital

FIX considera que la liquidez de la compañía es ajustada. A diciembre 2022 las disponibilidades de fondos alcanzaban los Gs 16.773 millones y cubrían en 0,3x la deuda de corto plazo (Gs 63.575 millones), y a marzo 2022 (según estados financieros individuales) alcanzaban los Gs 13.010 millones cubriendo la deuda de corto plazo (Gs 58.086 millones) en 0,2x.

Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

No obstante, la estructura de capital de Tape Ruvicha cuenta con un elevado nivel de apalancamiento, producto de la actividad que desarrolla. A diciembre 2022 la deuda financiera ascendía a Gs. 408.572 millones (incluye deuda contingente por los créditos cedidos de Gs 53.828 millones), el ratio Deuda/EBITDA era de 9,0x (8,7x medida en dólares) y la cobertura de intereses de 1,0x. Según los estados financieros individuales por el periodo de tres meses a marzo 2023, la deuda ascendía a Gs. 377.311 millones (incluye deuda contingente por los créditos cedidos de Gs 50.830 millones) con ratio Deuda/EBITDA de 6,2x y ratio de cobertura de 1,4x lo cual refleja un cambio de tendencia hacia reducción de deuda.

A diciembre 2022 la deuda total se encontraba compuesta por préstamos bancarios (30%), Bonos Corporativos (56%) y documentos descontados en instituciones financieras (12%). Asimismo, la deuda financiera corriente (Gs. 63.757 millones) representaba 15% de la deuda total (Gs. 408.572 millones), que era un 65% en dólares americanos y está cubierta por la caja + EBITDA de Gs. 62.291 millones a diciembre 2022.

Los vencimientos de deuda quedaron configurados de la manera que se presenta en el cuadro, medido en miles de USD (sin considerar deuda contingente por descuento de documentos en entidades financieras):

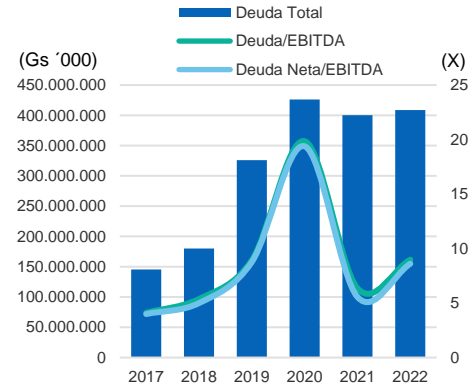
No obstante, a diciembre 2022 la cobertura de intereses era ajustada, con ratio de EBITDA sobre costo por intereses de 1,0x, mejorando para el trimestre de marzo 2023 siendo de 1,4x, según estados financieros individuales.

Si bien la compañía se encuentra por encima de los valores esperados, FIX continuará monitoreando la situación esperando que la compañía inicie un proceso desapalancamiento con mejora en la cobertura de tasas, como consecuencia del incremento en la generación de flujos a partir del incremento en las ventas de CNH producto de la mejora en el sector que abastece.

Fondeo y flexibilidad financiera

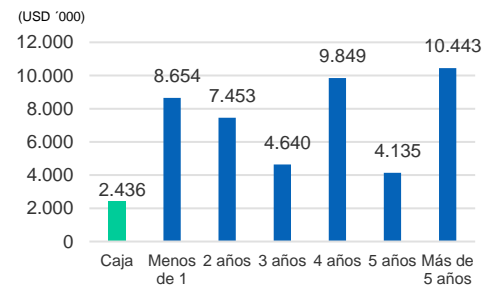
Tape Ruvicha posee un buen acceso al mercado de créditos mediante diversas fuentes de financiamiento. Actualmente la compañía posee préstamos bancarios y bonos corporativos. Adicionalmente, la vinculación de los accionistas con el negocio es fuerte y, considerando la determinación de los mismos de no repartir dividendos en los próximos años, le otorga a la compañía flexibilidad financiera adicional. Las líneas de financiamiento tanto con bancos como con Ford y CNH suman en su totalidad USD 15 millones, a esto se le suma que cuentan con margen dentro de sus Programas Globales de Bonos para seguir emitiendo Obligaciones Negociables por USD 10 millones aproximadamente.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero – Tape Ruvicha S.A.E.C.A.

(miles de Guaraníes, año fiscal finalizado en diciembre)

*Cifras Consolidadas (2022, 2021 y 2020 presentados en forma consolidada con ACE S.A.C. y TAPE LOGISTICA S.A.)

Normas Contables	NC	NC	NC	NC	NC	NC
Período	mar-23*	2022	2021	2020	2019	2018
	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	15.185.049	45.518.298	63.034.195	21.468.253	36.521.903	33.511.482
EBITDAR Operativo	15.185.049	45.518.298	63.034.195	21.468.253	36.521.903	33.511.482
Margen de EBITDA	14,6	11,1	14,1	8,0	12,3	10,5
Margen de EBITDAR	14,6	11,1	14,1	8,0	12,3	10,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(25,1)	6,7	9,0	11,7	(2,8)	(5,1)
Margen del Flujo de Fondos Libre	(14,0)	(3,5)	10,5	2,1	(49,7)	(10,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	9,8	4,1	6,3	(15,7)	4,0	9,1
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	(3,7)	1,0	1,1	1,6	(0,6)	(1,0)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,4	1,0	1,2	0,5	1,4	2,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,4	1,0	1,2	0,5	1,4	2,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,4	0,6	0,1	0,3	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,2	0,4	0,6	0,1	0,3	0,3
FGO / Cargos Fijos	(3,7)	1,0	1,1	1,6	(0,6)	(1,0)
FFL / Servicio de Deuda	(0,2)	0,3	0,9	0,3	(0,9)	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,0)	0,4	1,4	0,4	(0,8)	(0,0)
FCO / Inversiones de Capital	(10,9)	(0,3)	12,4	11,3	(2,9)	0,0
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	(2,4)	9,5	7,1	5,9	(21,4)	(11,0)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,4	7,8	5,9	18,1	8,9	5,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,2	7,4	5,1	17,6	8,8	5,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,4	7,8	5,9	18,1	8,9	5,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	5,2	7,4	5,1	17,6	8,8	5,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,4	12,0	13,9	12,2	10,1	10,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	17,8	17,9	14,3	31,2	35,7	51,2
Balance						
Total Activos	723.048.013	757.778.941	683.759.887	675.646.283	632.260.760	462.908.308
Caja e Inversiones Corrientes	13.010.615	16.773.100	50.311.957	10.040.544	5.831.408	12.568.535
Deuda Corto Plazo	58.086.557	63.575.197	52.865.676	121.274.258	116.367.011	92.082.066
Deuda Largo Plazo	268.394.390	291.168.860	318.076.313	267.616.838	209.704.107	87.855.836
Deuda Total	326.480.948	354.744.057	370.941.989	388.891.096	326.071.118	179.937.902
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	326.480.948	354.744.057	370.941.989	388.891.096	326.071.118	179.937.902
Deuda Contingente	50.830.090	53.828.685	29.362.125	37.213.150	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	377.311.037	408.572.742	400.304.114	426.104.246	326.071.118	179.937.902
Total Patrimonio	240.469.676	234.997.137	224.918.063	187.677.648	216.880.071	138.797.260
Total Capital Ajustado	617.780.713	643.569.879	625.222.177	613.781.894	542.951.189	318.735.162
Flujo de Caja						

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(49.392.747)	(636.679)	3.070.151	28.024.478	(40.733.419)	(33.409.626)
Variación del Capital de Trabajo	36.093.252	(2.596.510)	47.690.808	(15.564.382)	(65.817.716)	3.914.376
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(13.299.495)	(3.233.189)	50.760.959	12.460.096	(106.551.135)	(29.495.250)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.222.356)	(10.973.475)	(4.096.891)	(1.104.759)	(36.510.244)	0
Dividendos	0	0	0	(5.670.071)	(4.000.000)	(3.000.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(14.521.851)	(14.206.663)	46.664.068	5.685.266	(147.061.379)	(32.495.250)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	(416.028)	(11.087.500)	(20.341.939)	(20.713.149)
Otras Inversiones, Neto	78.500	(31.852.931)	(285.242)	(3.593.118)	15.639.525	(184.960)
Variación Neta de Deuda	14.966.646	(2.623.231)	(9.126.883)	12.050.235	145.026.666	61.612.833
Variación Neta del Capital	0	0	0	(500.000)	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	14.917.970	0	0	0	236.880
Variación de Caja	523.295	(33.764.855)	36.835.914	2.554.884	(6.737.127)	8.456.354

Estado de Resultados

Ventas Netas	103.914.241	411.550.380	446.436.986	267.236.072	295.869.276	318.672.676
Variación de Ventas (%)	34,4	(7,8)	67,1	(9,7)	(7,2)	16,6
EBIT Operativo	13.815.724	39.438.019	58.272.937	16.517.641	31.027.257	29.184.948
Intereses Financieros Brutos	10.565.872	43.507.345	52.921.264	43.753.867	25.529.051	17.081.380
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	5.853.813	9.528.466	12.971.263	(31.688.749)	7.033.069	12.040.231

*Presentado en términos individuales

Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Contingente.
- NC: Normas Contables Vigentes en Paraguay.
- USD: dólar estadounidense
- Pickups: camionetas con zona de carga descubierta.
- SUV: Sports Utility Vehicle (vehículo utilitario deportivo).

Anexo III – Características de los Instrumentos

Programa de Emisión Global de Bonos G1 y D1 por Gs 16.500 millones y USD 7 millones:

Complemento de Prospecto de la Serie 4 del Programa de Emisión Global D1:

Moneda: Dólares.

Monto: USD 0.6 millones.

Tasa de interés: 8.25%.

Plazo de vencimiento: 2336 días.

Pago de capital: 20/09/2023.

Pago de interés: Trimestral

Complemento de Prospecto de la Serie 5 del Programa de Emisión Global D1:

Moneda: Dólares.

Monto: USD 0.6 millones.

Tasa de interés: 8.5%.

Plazo de vencimiento: 2555 días.

Pago de capital: 27/03/2024.

Pago de interés: Trimestral

Programa de Emisión Global de Bonos G2 y D2 por Gs 52.500 millones y USD 2.1 millones:

Complemento de Prospecto de la Serie 1 del Programa de Emisión Global G2:

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 17.500 millones.

Tasa de interés: 14%.

Plazo de vencimiento: 2548 días.

Pago de capital: 13/11/2026.

Pago de interés: Trimestral

Complemento de Prospecto de la Serie 2 del Programa de Emisión Global G2:

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 17.500 millones.

Tasa de interés: 13%.

Plazo de vencimiento: 2190 días.

Pago de capital: 21/04/2025.

Pago de interés: Trimestral

Complemento de Prospecto de la Serie 3 del Programa de Emisión Global G2:

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 17.500 millones.

Tasa de interés: 14%.

Plazo de vencimiento: 2555 días.

Pago de capital: 21/04/2026.

Pago de interés: Trimestral

Complemento de Prospecto de la Serie 1 del Programa de Emisión Global D2:

Moneda: Dólares.

Monto: USD 2.1 millones.

Tasa de interés: 7.5%.

Plazo de vencimiento: 2555 días.

Pago de capital: 21/04/2026.

Pago de interés: Trimestral

Programa de Emisión Global de Bonos G3 y D3 por Gs 28.000 millones y USD 2 millones:

Complemento de Prospecto de la Serie 1 del Programa de Emisión Global G3:

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 22.000 millones.

Tasa de interés: 12%.

Plazo de vencimiento: 1823 días.

Pago de capital: 19/04/2024.

Pago de interés: Trimestral

Complemento de Prospecto de la Serie 2 del Programa de Emisión Global G3:

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 6.000 millones.

Tasa de interés: 14%.

Plazo de vencimiento: 2548 días.

Pago de capital: 18/11/2026.

Pago de interés: Trimestral

Complemento de Prospecto de la Serie 1 del Programa de Emisión Global D3:

Moneda: Dólares.

Monto: USD 2 millones.

Tasa de interés: 7.5%.

Plazo de vencimiento: 2548 días.

Pago de capital: 18/11/2026.

Pago de interés: Trimestral

Programa de Emisión Global de Bonos G4 y D4 por Gs 125.000 millones y USD 7.5 millones:

Complemento de Prospecto de la Serie 1 del Programa de Emisión Global G4:

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 25.000 millones.

Tasa de interés: 10%.

Plazo de vencimiento: 2548 días.

Pago de capital: 15/08/2028.

Pago de interés: Trimestral vencido

Complemento de Prospecto de la Serie 2 del Programa de Emisión Global G4:

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 25.000 millones.

Tasa de interés: 11.5%.

Plazo de vencimiento: 3640 días.

Pago de capital: 12/08/2031.

Pago de interés: Trimestral vencido

Complemento de Prospecto de la Serie 1 del Programa de Emisión Global D4:

Moneda: Dólares.

Monto: USD 1.5 millones.

Tasa de interés: 6%.

Plazo de vencimiento: 2184 días.

Pago de capital: 17/08/2027.

Pago de interés: Trimestral vencido

Complemento de Prospecto de la Serie 2 del Programa de Emisión Global D4:

Moneda: Dólares.

Monto: USD 1.5 millones.

Tasa de interés: 7%.

Plazo de vencimiento: 3640 días.

Pago de capital: 12/08/2031.

Pago de interés: Trimestral vencido

Complemento de Prospecto de la Serie 3 del Programa de Emisión Global D4:

Moneda: Dólares.

Monto: USD 2.5 millones.

Tasa de interés: 6%.

Plazo de vencimiento: 2184 días.

Pago de capital: 26/08/2027.

Pago de interés: Trimestral vencido

Complemento de Prospecto de la Serie 4 del Programa de Emisión Global D4:

Moneda: Dólares.

Monto: USD 2 millones.

Tasa de interés: 7%.

Plazo de vencimiento: 3640 días.

Pago de capital: 21/08/2031.

Pago de interés: Trimestral

Anexo IV – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 5 de Junio de 2023, confirmó* en la Categoría **BBB-py**, la calificación de emisor de **Tape Ruvicha S.A.E.C.A.** y en **pyBBB-** a las siguientes Programas de Emisión Global de bonos vigentes y emitidos previamente por la compañía:

Programa de Emisión Global de Bonos G1 y D1 por Gs 16.500 millones y USD 7 millones

- D1 Serie 4 por USD 0.6 Millones.
- D1 Serie 5 por USD 0.6 Millones.

Programa de Emisión Global de Bonos G2 y D2 por Gs 52.500 millones y USD 2.1 millones

- G2 Serie 1 por Gs 17.500 Millones.
- G2 Serie 2 por Gs 17.500 Millones.
- G2 Serie 3 por Gs 17.500 Millones.
- D2 Serie 1 por USD 2.1 Millones.

Programa de Emisión Global de Bonos G3 y D3 por Gs 28.500 millones y USD 2 millones

- G3 Serie 1 por Gs 22.000 Millones.
- G3 Serie 2 por Gs 6.000 Millones.
- D3 Serie 1 por USD 2 Millones.

Programa de Emisión Global de Bonos G4 y D4 por Gs 125.000 millones y USD 7.5 millones

- G4 Serie 1 por Gs 25.000 Millones.
- G4 Serie 2 por Gs 25.000 Millones.
- D4 Serie 1 por USD 1.5 Millones.
- D4 Serie 2 por USD 1.5 Millones.
- D4 Serie 3 por USD 2.5 Millones.
- D4 Serie 4 por USD 2 Millones.

La **Tendencia** es **Estable**.

Categoría BBBpy: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría pyBBB: 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.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Tendencia de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno o dos años. Las tendencias reflejan perspectivas financieras o de otra índole que no se han consolidado aún al nivel de disparar un cambio de calificación, pero que podrían hacerlo si dicho comportamiento se mantiene. La Tendencia puede ser:

- Fuerte (+): Indica que la calificación podría subir.
- Estable: Indica que la calificación no se modificaría.

- Sensible (-): Indica que la calificación podría bajar.

Una tendencia sensible o fuerte no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con tendencia estable puede ser cambiada antes de que la tendencia se modifique a fuerte o sensible si existen elementos que lo justifiquen.

Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, "py" para las calificaciones nacionales en Paraguay.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen

Anexo V

Conforme a la regulación vigente de rigor, se informa lo siguiente:

- Fecha de la calificación: 5 de Junio de 2023.
- Tipo de reporte: Integral por revisión anual.
- Estados Financieros referidos al 31.12.2022 (consolidados, actualizados con cifras que surgen de los estados financieros individuales al 31.03.2023).
- Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings)
 - www.fixscr.com
 - Sarmiento 663 Piso 7, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
 - Teléfono: (+5411) 5235 8100 / Email: info@fixscr.com
 - Representante Legal: Dr. Alejandro Piera
 - Ricardo Brugada 196 esquina Brasilia y Luis Morales, Asunción, Paraguay.
 - (+595) 21 203 030 / alejandro.piera@ghp.com.py

Entidad	Calificación local	
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	Emisor	BBB-py
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	Programa de Emisión Global de Bonos G1 y D1 por Gs 16.500 millones y USD 7 millones	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	D1 Serie 4 por USD 0.6 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	D1 Serie 5 por USD 0.6 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	Programa de Emisión Global de Bonos G2 y D2 por Gs 52.500 millones y USD 2.1 millones	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	G2 Serie 1 por Gs 17.500 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	G2 Serie 2 por Gs 17.500 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	G2 Serie 3 por Gs 17.500 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	D2 Serie 1 por USD 2.1 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	Programa de Emisión Global de Bonos G3 y D3 por Gs 28.500 millones y USD 2 millones	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	G3 Serie 1 por Gs 22.000 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	G3 Serie 2 por Gs 6.000 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	D3 Serie 1 por USD 2 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	Programa de Emisión Global de Bonos G4 y D4 por Gs 125.000 millones y USD 7.5 millones	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	G4 Serie 1 por Gs 25.000 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	G4 Serie 2 por Gs 25.000 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	D4 Serie 1 por USD 1.5 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	D4 Serie 2 por USD 1.5 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	D4 Serie 3 por USD 2.5 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	D4 Serie 4 por USD 2 Millones.	pyBBB-
Tape Ruvicha S.A.E.C.A.	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.taperuvicha.com
- www.fixscr.com

Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para Entidades Corporativas No Financieras está disponible en: www.fixscr.com/metodologia.

El procedimiento de calificación se puede encontrar en: <https://www.fixscr.com>

Nomenclatura

Categoría BBBpy: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría pyBBB: 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.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para las categorías de riesgo entre AA y B con el fin de mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, sin alterar la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, "py" para las calificaciones nacionales en Paraguay.

Mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación se puede encontrar en: www.fixscr.com

Descripción general

La evaluación practicada por FIX SCR S.A. se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la entidad y aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente en este caso, se consideró la siguiente información.

- Perfil del negocio.
- Posición competitiva.
- Administración y calidad de los accionistas.
- Riesgos del sector.
- Rentabilidad.
- Flujo de fondos.
- Liquidez y estructura de capital.
- Fondeo y flexibilidad financiera.

También se mantuvieron reuniones con la administración superior. Cabe señalar que no es responsabilidad de la firma calificadora la verificación de la autenticidad de la información.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa pública:

- Estados financieros individuales al 31/03/23 (3 meses), publicado en la página de la CNV Paraguay: www.cnv.gov.py
- Estados financieros anuales consolidados al 31/12/22 (12 meses), publicado en la página de la CNV Paraguay: www.cnv.gov.py
- Estados financieros anuales individuales al 31/12/21 (12 meses), publicado en la página de la CNV Paraguay: www.cnv.gov.py
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: Gestión Empresarial (miembro de SMS Latinoamérica).
- Prospecto del Programa de Emisión Global de bonos G1, G2, G3, G4, D1, D2, D3 y D4 con los correspondientes complementos publicados en www.bolsadevalores.com.py
- Información de gestión suministrada por la compañía.

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

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

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

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

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

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