

**ACTA DE LA SESIÓN DE CALIFICACIÓN N° 146 DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN DE
FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA**

En Santiago de Chile, a las 08:00 horas del 9 de mayo de 2018, en reunión del Consejo de Calificación de Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda., integrado por los consejeros Señores Gonzalo Oyarce Collao, Esteban Peñailillo Menares y María Betsabé Weil, se revisaron los antecedentes relativos a la evaluación de las entidades calificadas por Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada.

En esta reunión, el Consejo acordó, por unanimidad asignar las siguientes calificaciones de solvencia:

Entidad	Calificación actual		
	Solvencia	Bonos PEG G2	Tendencia
Tape Porá S.A.E.	A+py	A+py	Estable

Los fundamentos de esta calificación y el análisis llevado a cabo están descritos más adelante en esta acta.

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública y de aquella provista voluntariamente por el emisor. Los antecedentes e información considerados fueron los siguientes:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

TAPE PORÁ S.A.E.

Fundamentos

La calificación "A+py" asignada a los bonos de Tape Porá S.A.E. responde a la presencia de adecuados resguardos y garantías y la gestión de una sociedad concesionaria con 19 años de experiencia, que muestra un positivo desempeño operacional y financiero, asociado a un tráfico creciente, con buenos fundamentos producto de la calidad estratégica de la ruta. También considera que la ampliación del plazo de la concesión, para la construcción de las segundas pistas, permite a la concesionaria rentabilizar adecuadamente las inversiones y mejorar su flexibilidad financiera.

En contrapartida, la calificación considera la sensibilidad del tráfico a los ciclos económicos, la exposición de la zona de influencia de la ruta a riesgos climáticos y fitosanitarios, asociados a la industria agrícola. Asimismo considera la posibilidad de término anticipado de la concesión, la que se ve mitigada por la trayectoria y experiencia de Tape Porá, como por las indemnizaciones contractuales.

Tape Porá posee la concesión, desde el año 1998, del tramo comprendido entre los km. 183 y km. 323 de la Ruta Nacional N° 7 "Dr. Gaspar Rodríguez de Francia" por un periodo inicial de 25 años. Luego, en 2016, la compañía se adjudicó los trabajos de duplicación del referido tramo, extendiendo su duración en 30 años, terminando en el año 2053.

La sociedad concesionaria es un consorcio formado por importantes constructoras paraguayas, con amplia experiencia y trayectoria.

La concesión recauda los peajes mediante dos plazas, Minga Guazú y Pastoreo, cuyas tarifas se reajustan mediante un polinomio que considera distintos factores como el precio del combustible, salario mínimo e inflación.

El desempeño operacional de la concesión ha sido positivo, con un tráfico que promedia un crecimiento de 4,9% los últimos 5 años, lo que sumado al reajuste de tarifas, ha implicado un crecimiento promedio anual de los ingresos de 8,6% para el mismo periodo.

Durante 2017, se iniciaron las obras de duplicación de la carretera y, al cierre de 2017, presentaba un 40% de avance físico y un 30% de la inversión.

Para el financiamiento de las inversiones requeridas, la compañía inscribió el programa de bonos PEG G2 por hasta G\$ 350.000 millones, colocando G\$ 150.000 durante el año 2017. Este programa posee una estructura de dos años sin amortizar capital y luego una amortización creciente hasta 2033. Adicionalmente, posee resguardos como el fondeo, en 24 meses, de una cuenta fiduciaria por G\$ 12.000 millones, garantías y fianzas, además de la constitución de un fideicomiso con el Banco Atlas que poseerá el derecho de cobro de los peajes para asegurar el pago del servicio de los bonos, reteniendo excedentes por los primeros tres años.

Tendencia

La tendencia asignada responde a las expectativas de que la sociedad concesionaria terminará de colocar los bonos del programa G2 durante el año 2018, alcanzando un peak de endeudamiento en el corto plazo. También considera que el proyecto se desarrollará de acuerdo a lo programado, sin afectar de manera relevante la operación de la carretera.

Posteriormente, Feller Rate evalúa que existen fundamentos para que, sobre la base de un escenario de tarifas y tráfico futuro con un crecimiento inferior al promedio histórico, la concesionaria pueda mantener adecuados niveles de liquidez y ratios de cobertura de flujo de caja neto operacional sobre servicio de la deuda superiores a las 1,5 veces.

Feller Rate mantendrá en monitoreo las variables consideradas en la calificación.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACION	
<p>Fortalezas</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Adecuados resguardos y garantías. ■ Concesionaria con amplia experiencia y buen <i>track record</i>. ■ Historial de tráficos crecientes, con buenos fundamentos. ■ Positivo desempeño financiero histórico, con adecuados indicadores de cobertura y endeudamiento. ■ Ampliación del plazo de la concesión le permite rentabilizar las inversiones y mejorar su flexibilidad financiera. 	<p>Riesgos</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Sensibilidad al ciclo económico, debido a que el desarrollo potencial del tráfico está sustentado en la tasa de crecimiento económico del país y el aumento en el uso de automóviles por la población. ■ Tráfico expuesto al negocio agrícola, el que posee sensibilidad a factores climáticos y fitosanitarios. ■ Riesgo de término anticipado de la concesión, pero mitigado por trayectoria e indemnizaciones contractuales.

Descripción de la Concesión:

En el año 1.997, el Estado Paraguayo llamó a Licitación Pública Nacional para la duplicación del tramo Km. 296 al Km. 323 y para la recuperación, adecuación, conservación, operación y explotación, bajo concesión, del tramo de 140 Km de la Ruta N° VII "Doctor José Gaspar Rodríguez de Francia" situado entre el Km 183 (Caaguazú) y el empalme de la Supercarretera Km. 323, resultando adjudicataria la empresa Tape Porá S.A.E. por un periodo de 25 años.

La Ruta Internacional N° VII, junto con la Ruta Internacional N° II, forman parte del corredor más importante de la red de carreteras del país, conectando Asunción con Ciudad del Este. Aproximadamente el 75% de la población de Paraguay vive en estas regiones (50 Km de radio)

Las obligaciones contractuales de la sociedad concesionaria, de acuerdo las condiciones definidas en el proceso de licitación, fueron las siguientes:

- Obra Principal: Obra de duplicación del tramo de la Ruta N° VII comprendido entre el km. 296 y el Km. 323, significando mínimamente, los siguientes servicios: Implantación de la segunda pista entre el Km. 296 y el Km. 323; Implantación de las vías colectoras derecha e izquierda, entre el Km. 317 y el Km. 323; Implantación de la señalización horizontal y vertical en todo el segmento; implantación del sistema de alumbrado de las pistas centrales.
- Obras Complementarias: Recapado con banquetas pavimentadas en el tramo comprendido entre el Km. 183 (Caaguazú) y el Km. 296 de la Ruta N° VII.
- Obras de conservación y mantenimiento.
- Prestación de servicios delegados.

A la fecha, todas las obras principales comprendidas en el contrato de concesión ya han sido finalizadas a conformidad, no obstante, siguiendo con las condiciones pactadas, la empresa continua realizando obras complementarias y de mantenimiento con el objetivo de mantener la transitabilidad en la ruta.

Posteriormente, el 30 de junio de 2016, mediante la Ley N° 5625/2016 "Que autoriza la modificación, ampliación del contrato para la ejecución de trabajos relativos a la realización del proyecto definitivo, verificación de los proyectos existentes, duplicación, recuperación, adecuación, conservación, operación y explotación bajo concesión del tramo de la Ruta N° 7 "Doctor José Gaspar Rodríguez de Francia", situado entre el empalme con la supercarretera a Itaipú Km. 323 y el Km. 183, Caaguazú de la misma ruta, firmado entre el Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones, en los términos de la Ley N° 1018 de fecha 13 de diciembre de 1996 y Tape Porá S.A.E. En el Art. 3° se autoriza la modificación del alcance del contrato de concesión, así como la prórroga del plazo de dicho contrato por un plazo de treinta años, contado a partir del 3 de marzo del año 2023.

Las obras y servicios en concesión que se autorizan con esta modificación y ampliación del contrato, comprenderán lo siguiente:

- Obra Principal: que comprende la obra duplicación del tramo de la Ruta N°7 "Doctor José Gaspar Rodríguez de Francia", comprendido entre el Km. 183 y el Km. 296;
- Obras de conservación y mantenimiento.
- Presentación de servicios delegados.
- Recuperación y adecuación de las obras a las condiciones operacionales.
- Servicios adicionales (remoción de edificaciones).
- Explotación comercial de la carretera.

El contrato de concesión indica que los ingresos de la empresa provienen principalmente de la explotación de los dos puestos de peaje existentes, Pastoreo en el km. 201 y Minga Guazú en el km. 301.

Las tarifas base poseen fórmula polinómica de reajuste dictaminada por el Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones (MOPC) que incluye factores como el precio del Gas-Oil, el jornal mínimo de un trabajador de la construcción, el índice de precios del consumidor, entre otros.

Presencia de resguardos financieros

El programa de bonos contempla resguardos que se consideran suficientes para la protección de los inversionistas. Entre los resguardos establecidos se encuentran los siguientes:

- Contrato de Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago firmado en fecha 05/04/17 y denominado Tapé Porá 02 realizado con Banco Atlas S.A.: El fideicomiso contempla los derechos de cobro de peaje por el plazo de la operación, los recursos provenientes de los derechos de cobro a las indemnizaciones derivados de las condiciones de la Cláusula XXXVI del contrato de concesión y la suma del aporte inicial, cuya finalidad es el pago de los intereses y capital conforme al calendario de amortización asumidos por el PEG G2.
- El fideicomiso retendrá los excedentes posteriores al servicio de la deuda por un período de 3 años. Posteriormente, la sociedad podrá realizar retiros de excedentes cumpliendo una serie de condiciones acordadas en el contrato de adquisición de bonos.
- Cuenta de reserva fiduciaria a constituir: Se acreditará una cuenta por G\$ 12.000 millones, en un plazo de 24 meses con aportes mensuales desde la culminación de los años de gracia de la emisión de la primera serie del programa de bonos, a modo de cumplir con los compromisos en caso de que se presenten dificultades de cobertura, con las recaudaciones en los puestos de peaje. En caso de que éstos no sean suficientes, el Fideicomitente se compromete a depositar los fondos en la cuenta fiduciaria con otros recursos que no provengan de los derechos del peaje.
- Prohibición de endeudamiento adicional superior a US\$ 10.000.000, sin acuerdo del 66% de los tenedores de bonos, con la excepción de la emisión de bonos subordinados por G\$ 75.000 millones.
- Fianzas concedidas: De acuerdo con lo establecido en el convenio firmado con el M.O.P.C. se constituyó la fianza de adjudicación en contratos de concesión y de fiel cumplimiento con proveedores a través de las siguientes pólizas de seguros tomadas con Citibank N.A.: Cumplimiento de Pago a Proveedores, Cumplimiento de Conc-Garantía de Adjudicación y Cumplimiento de Ejecución de Obras.

Adicionalmente, se constituyó la fianza de adjudicación en contratos de concesión y de fiel cumplimiento con proveedores a través de las siguientes pólizas de seguros tomadas con Royal Seguros S.A.: Garantía de Pago a Proveedores y Garantía Fiel Cumplimiento de Contrato.

Desempeño Operacional y Financiero

Generación de flujos operativos: Ingresos crecientes y márgenes estables

La sociedad concesionaria posee 19 años gestionando comercialmente la autopista, con un positivo desempeño operacional fundamentado en el carácter estratégico para el país y los fundamentos de tráfico que posee la carretera.

El crecimiento de los ingresos en los últimos 5 años ha promediado un 8,6% anual, compuesto por un tráfico que ha crecido un promedio de 4,9% para el mismo período y las tarifas que se reajustaron un promedio anual de 3,6%.

Al 31 de diciembre de 2017, los ingresos de Tape Porá alcanzaron los G\$ 117.392 millones, un 8,8% superior al año 2016. Por su parte, menores costos implicaron un Ebitda, al 31 de diciembre de 2017, un 14,4% superior al año 2016, por G\$ 53.326 millones.

En el corto plazo, se espera que el proyecto de nuevas pistas se desarrolle de acuerdo a lo programado, sin afectar de manera relevante la operación de la carretera, generen un crecimiento adicional en el tráfico luego de su término.

Feller Rate evalúa que existen fundamentos para que, sobre la base de un escenario de tarifas y tráfico futuro con un crecimiento inferior al promedio histórico, la concesionaria pueda mantener adecuados niveles de liquidez y ratios de cobertura de flujo de caja neto operacional sobre servicio de la deuda superiores a las 1,5 veces.

Endeudamiento y flexibilidad financiera

Hasta el año 2016, la sociedad concesionaria presentaba decrecientes niveles de endeudamiento conforme la maduración de las inversiones originales se reflejaba en crecientes niveles de generación operacional y la reducción de la deuda de la compañía.

Sin embargo, durante 2017, se iniciaron las obras de duplicación de la carretera, las que, al cierre de 2017, presentaban un 40% de avance físico y un 30% de la inversión.

Para el financiamiento de las inversiones requeridas, la compañía inscribió el programa de bonos PEG G2 por hasta G\$ 350.000 millones, colocando G\$ 150.000 millones durante el año 2017.

En consecuencia de lo anterior, al cierre de 2017, el pasivo financiero de Tape Porá alcanzó los G\$ 151.916 millones, incluyendo préstamos bancarios. Los G\$ 200.000 millones restantes del programa de bonos será colocado durante el año 2018.

Adicionalmente a la emisión de bonos, la compañía se comprometió a hacer un aumento de capital por G\$ 50.000 millones y considera la emisión de deuda subordinada por G\$ 75.000 millones durante 2019.

Producto de lo anterior, Feller Rate considera que, durante 2018 y parte de 2019, la compañía alcance un peak de endeudamiento. Sin embargo, la estructura del PEG G2 considera 24 meses de gracia para la amortización de capital, pagando solamente los intereses correspondientes, lo que le generará flexibilidad financiera para enfrentar las necesidades de inversión de ese período.

Características principales del segundo programa de emisión global de bonos corporativos

Tape Porá ha aprobado el Programa de Emisión Global G2 por G\$ 350.000 millones, con un plazo de vencimiento desde 365 días a 5475 días (15 años).

Con los fondos a percibir se realizarán las obras correspondientes a Duplicación del tramo de la Ruta N° 7 desde el km. 183 Caaguazú hasta el km. 296 Minga Guazú.

El programa contempla la emisión de varias series a ser definidas con sus respectivas tasas de intereses, con 2 años de gracia para cada serie en las cuales se pagarán intereses trimestralmente, luego del periodo concedido se regularizarán los pagos de capital más intereses de forma mensual.

El programa posee garantías mediante la constitución de un Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago.

Resumen Financiero

Cifras en millones de Guaraníes

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos por Venta	78.611	94.874	97.297	98.487	107.926	117.392
Ebitda ⁽¹⁾	41.639	45.767	44.488	44.784	46.741	53.326
Gastos Financieros	-5.160	-11.944	-9.269	-7.342	-4.571	-1.242
Utilidad del Ejercicio	157	4.428	4.623	5.267	5.489	26.221
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO) ⁽²⁾	15.788	23.127	27.904	38.930	42.992	45.101
Inversiones netas	-3.375	-7.582	-2.634	-46.459	-6.889	-147.358
Flujo Caja Operación Neto Inversiones	12.413	15.545	25.270	-7.529	36.104	-102.257
Dividendos pagados	0	0	0	0	0	0
Variación de capital patrimonial	-66.000	0	-4.428	0	0	0
Variación deuda financiera	53.000	-14.709	-13.554	6.903	-33.812	135.211
Flujo Caja Neto del Ejercicio	-587	836	7.289	-626	2.291	32.954
Caja Inicial	2.209	1.622	2.458	9.747	9.121	11.412
Caja Final	1.622	2.458	9.747	9.121	11.412	44.366
Caja y equivalentes	1.622	2.458	9.747	9.121	11.412	33.937
Deuda Financiera	71.877	57.964	43.614	50.517	16.705	151.916
Activos Totales	147.149	144.257	232.151	247.425	122.049	357.938
Pasivos Totales	73.965	62.215	45.516	52.663	19.055	184.685
Patrimonio + Interés Minoritario	73.184	82.042	186.636	194.762	102.994	173.253
Margen Ebitda (%)	53,0%	48,2%	45,7%	45,5%	43,3%	45,4%
Rentabilidad Patrimonial (%)	0,2%	5,4%	2,5%	2,7%	5,3%	15,1%
Endeudamiento Total (vc)	1,0	0,8	0,2	0,3	0,2	1,1
Endeudamiento Financiero(vc)	1,0	0,7	0,2	0,3	0,2	0,9
Endeudamiento Financiero Neto(vc)	1,0	0,7	0,2	0,2	0,1	0,7
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,7	1,3	1,0	1,1	0,4	2,8
Deuda Financ. Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,7	1,2	0,8	0,9	0,1	2,2
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros(vc)	8,1	3,8	4,8	6,1	10,2	42,9
FCNO ⁽²⁾ / Deuda Financiera (%)	22,0%	39,9%	64,0%	77,1%	257,4%	29,7%
FCNO ⁽²⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	22,5%	41,7%	82,4%	94,0%	812,3%	38,2%
Liquidez Corriente (vc)	0,3	0,2	0,8	1,3	2,0	2,4

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones

(2) FCNO= Flujo de caja neto operacional.

(*) Cifras acumuladas de 12 meses.

Características de los instrumentos

Emisión de Bonos Corporativos

Programa G2

Valor total de la emisión	350.000 millones de Guaraníes
Fecha de registro	2 de mayo de 2017
Covenants	No Contempla
Plazo de vencimiento	desde 365 días a 5.475
Conversión	No Contempla
Resguardos	Contrato de Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago, Cuenta de reserva fiduciaria y Fianzas concedidas
Garantía	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

Serie 1

Serie 2

Serie 3

Serie 4

Al amparo del programa	PEG. G2	PEG. G2	PEG. G2	PEG. G2
Monto de la emisión	10.000 millones de Guaraníes	30.000 millones de Guaraníes	50.000 millones de Guaraníes	60.000 millones de Guaraníes
Fecha inicio de colocación	01/06/2017	01/06/2017	01/09/2017	01/12/2017
Plazo	5.475 días corridos.	5.475 días corridos.	5.474 días corridos.	5.474 días corridos.
Pago de Intereses	Variable	Variable	Variable	Variable
Tasa de Interés	Variable	Variable	Variable	Variable
Amortización de Capital	Variable, primera amortización a los 760 días. Mensual del segundo al último pago	Variable, primera amortización a los 760 días. Mensual del segundo al último pago	Variable, primera amortización a los 760 días. Mensual del segundo al último pago	Variable, primera amortización a los 762 días. Mensual del segundo al último pago
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Contrato de Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago, Cuenta de reserva fiduciaria y Fianzas concedidas	Contrato de Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago, Cuenta de reserva fiduciaria y Fianzas concedidas	Contrato de Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago, Cuenta de reserva fiduciaria y Fianzas concedidas	Contrato de Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago, Cuenta de reserva fiduciaria y Fianzas concedidas
Garantía	Quirografica	Quirografica	Quirografica	Quirografica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES**Serie 5**

Al amparo de la emisión	PEG. G2
Monto de la emisión	60.000 millones de Guaraníes
Fecha inicio de colocación	01/03/2018
Plazo	5.475 días corridos.
Pago de Intereses	Variable
Tasa de Interés	Variable
Amortización de Capital	Variable, primera amortización a los 762 días. Mensual del segundo al último pago
Conversión	No Contempla
Resguardos	Contrato de Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago, Cuenta de reserva fiduciaria y Fianzas concedidas
Garantía	Quirografica

Conforme a la Resolución N° 14.509/2016 de fecha 04 de febrero de 2016 del Instituto Nacional del Cooperativismo se informa lo siguiente:

Fecha de calificación: 9 de mayo de 2018.

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

Tipo de reporte: Revisión anual

Estados Financieros referidos al 31.12.2017.

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 Porá S.A.E.	Solvencia	A+py
	Bonos	A+Py
	Tendencia	Estable

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

Mayor información sobre esta calificación en:

www.feller-rate.com.py

Metodología y procedimiento de calificación

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

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

Nomenclatura

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. 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

Tecnología y operaciones

Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

El Consejo deja constancia que en el proceso de evaluación de la entidad calificada no se desarrollaron auditorías de los estados financieros. No obstante, con una periodicidad anual o según lo amerite la situación, Feller Rate revisa y analiza en terreno los procedimientos de crédito, con particular énfasis en los procedimientos de control y cuantificación del riesgo. Este análisis incluye, entre otros, la revisión de manuales operativos, manuales de crédito y de garantías e informes de auditoría y de control interno.

Vistos todos los puntos considerados y por acuerdo de todos los miembros del Consejo, se levantó la sesión a las 10:00 horas, designándose como firmantes a los Señores Gonzalo Oyarce Collao, Esteban Peñailillo Menares y María Betsabé Weil.

GONZALO OYARCE
CONSEJERO

ESTEBAN PEÑAILILLO
CONSEJERO

MARÍA BETSABÉ WEIL
CONSEJERO