

Ecuador
Papel Comercial
Primer Seguimiento

NESTLÉ DEL ECUADOR S.A.

Calificación

Tipo instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior.	Último cambio
Papel Comercial	AAA	NR	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación;
N/A: No aplica

Definición de la Calificación:

AAA: "Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general."

Resumen Financiero

Cuenta	Ago-18	Dic-18	Ago-19
Activos (USD MM)	247.4	240.5	232.6
Ventas (USD MM)	311.2	499.2	290.9
Margen EBITDA (%)	11.92%	10.87%	8.03%
ROE (%)	102.63%	82.70%	61.48%
Deuda / capitalización (%)	77.74%	75.76%	89.04%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.37	0.24	-0.32
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.19	0.10	-0.39
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	1.45	1.90	2.81
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA	1.00	1.09	2.22
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)	2.06	2.81	6.12

Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración BWR

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Stefany León
(5932) 226 9767 ext. 112
sleon@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El comité de calificación decidió mantener la calificación de "AAA" al Programa de Papel Comercial de USD 50MM de Nestlé del Ecuador S.A., que se analiza en el presente informe, la cual se sustenta tanto en la fortaleza crediticia de su operación local como en la alta capacidad y voluntad de soporte que en nuestro criterio mantiene su casa matriz, Nestlé S.A. (Suiza), quien cuenta con una calificación de crédito a nivel internacional otorgada por Fitch Ratings, de "A+" para el largo plazo y "F1+" en el corto plazo, con perspectiva estable.

La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

Importancia para el grupo internacional y soporte. Se considera que, en caso de necesitarlo, el soporte de la Casa Matriz sería altamente probable, dada la importancia estratégica de Nestlé Ecuador, el vínculo reputacional por el uso de su marca, y la integración operativa y financiera existente. Nestlé Ecuador es 100% propiedad de Nestlé S.A. y su subsidiaria.

Alta capacidad de generación y diversificación. Debido al posicionamiento de la marca y a su participación de mercado, el emisor cuenta con un nivel elevado de generación operativa y diversificación del negocio. Adicionalmente, se toma en consideración la capacidad del emisor para innovar en nuevas líneas de negocio y diversificar sus fuentes de ingreso.

Capacidad de pago y endeudamiento controlado. Si bien los indicadores de endeudamiento aumentan frente a la generación operativa, se considera que el emisor mantiene una flexibilidad financiera importante para hacer frente a sus obligaciones, especialmente en el corto plazo.

Excelentes márgenes operativos y rentabilidad. A la fecha de corte el emisor mantiene márgenes estables, que otorgan una perspectiva creciente al negocio para los siguientes períodos. Adicionalmente, la rentabilidad sobre los activos brinda una flexibilidad comercial importante.

Liquidez apretada con perspectiva al alza. A pesar de que la liquidez de Nestlé del Ecuador es apretada, se debe resaltar que esta limitación responde a que el pago de dividendos sea equivalente al 100% de la generación del período inmediatamente anterior; y, a que se realizan fuertes inversiones de capital anualmente. Por tanto, se estima que, en caso de requerirse, el emisor tendría la capacidad de generar flujos de caja libre positivos.

La perspectiva de la calificación es estable. La misma podría variar en caso de que en el futuro existiera la percepción de un debilitamiento significativo en la capacidad o voluntad de soporte de parte de su casa matriz.



CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

III PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL	
Emisor:	NESTLÉ ECUADOR S.A.
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00010468
Fecha Aprobación SCVS	15 de noviembre de 2018
Monto Total Emisión:	50,000,000
Monto en circulación:	50,000,000
Fecha de emisión:	15 de noviembre de 2018
Fecha Vencimiento autorización:	4 de noviembre de 2020
Plazo del programa:	720 días
Plazo de la Emisión:	359 días
Garantía:	General y USD35 MM específica de Surindu S.A.
Pago de interés:	Cero cupón, valores serán vendidos con descuento.
Pago de capital:	Al vencimiento
Objeto de la emisión	Sustitución de pasivos de corto plazo con instituciones del sistema financiero nacional.
Agente Estructurador:	MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.
Agente Colocador:	MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	AVALCONSULTING CÍA. LTDA.

HECHOS RELEVANTES NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros. En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo intangible y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento.

Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo.

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se

requeriría recursos líquidos para el efecto.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La estrategia de endeudamiento del gobierno anterior y que se mantuvo durante los dos primeros años de gobierno de Moreno fue agotando sus fuentes mientras caía el precio del petróleo y crecía la incertidumbre en cuanto al nivel real de deuda del país.

Bajo dicho escenario que requería ajustes inminentes, el gobierno firmó la carta de intención con el FMI (11 de marzo de 2019) bajo la modalidad de Facilidad Ampliada, que aplica para países con desequilibrios importantes, que requieren mayor plazo para lograr el ajuste y estabilización.

Es de esperarse que en adelante la economía del país y la dinámica de los distintos sectores giren en torno al nuevo acuerdo y en el nivel en que las propuestas y compromisos se vayan cumpliendo. Será un reto para el gobierno manejar política y socialmente los acuerdos con el FMI y alcanzar consensos en la Asamblea.

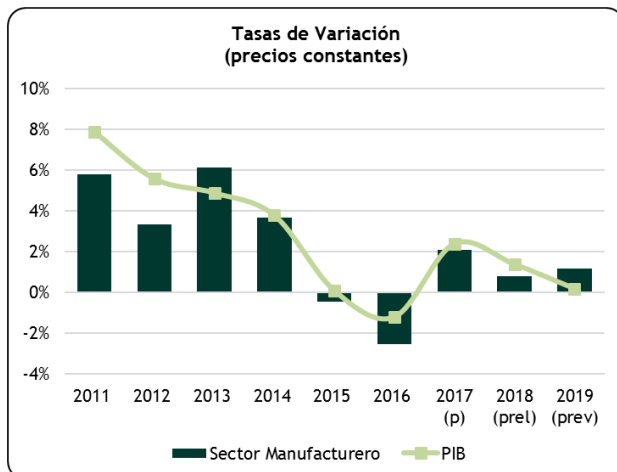
El incumplimiento en las metas planteadas podría restringir el flujo de fondos aprobado, lo cual presionaría la liquidez del estado y dispararía ajustes violentos con costos social y económico más altos. En el escenario de incumplimiento de los acuerdos con el FMI, sería menos probable que el país alcance en tres años metas de crecimiento sanas y sostenibles y que se completen los cambios estructurales necesarios para promover el crecimiento económico en el futuro.

Si los acuerdos se cumplen, el FMI estima que la economía crecería entre un 0.5% y un -0.5% en 2019 (actualmente la previsión del gobierno se acerca a la del FMI). La desaceleración económica estaría fomentada por la reducción del gasto público que según el Ministerio de Finanzas ya ha comenzado. Los recortes se darían principalmente en compras de bienes y servicios, lo que significa una caída en las ventas de empresas que atienden al sector público. El recorte en empleos del sector público no ha sido muy importante: aproximadamente 3,000 despidos en este año. El FMI espera lenta recuperación desde el año 2022. El FMI piensa que Ecuador no tendrá que recurrir a mercados financieros internacionales en 2019 y 2020. Sería suficiente el financiamiento de los multilaterales y los ajustes planteados. Esta perspectiva generó disminución del riesgo país, lo que facilitó la renegociación de la deuda (bonos globales) que vencía en 2020, a plazos más largos. El 17 de junio, se concluyó un canje de bonos de USD 1,175 millones, con plazo al 2029.

El acuerdo garantiza financiamiento por tres años (4,200MM del FMI y 6,000MM de seis organismos multilaterales) lo que ayudará a suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales, orientadas principalmente a las siguientes finalidades: apuntalar la dolarización, recuperar competitividad del sector real, y promover empleo, fortalecer la protección a los más vulnerables y mejorar la transparencia en la gestión pública.

Como hecho subsecuente a la fecha de corte, se indica que, tras la firma del convenio de financiamiento con el FMI, el Estado emitió el Decreto 883 que eliminaba el subsidio a la gasolina en el país. Sin embargo, a consecuencia de un paro nacional de gran magnitud, el decreto fue derogado el 15 de octubre de 2019 y se espera la emisión de un nuevo decreto que incluya medidas económicas para mayor captación de recursos económicos y su direccionamiento a los sectores más vulnerables.

Gráfico 1



Fuente: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR Elaboración: BWR.

En base a la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representaría en 2019 el 11.71% del PIB nacional a precios constantes, por lo que se establecería como el sector de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana.

Además, la industria manufacturera es sumamente importante para el país, pues generó el 10.26% de las plazas de trabajo a junio-2019¹. Asimismo, el país registra inversión extranjera directa para este sector, en especial de España y Estados Unidos.

Dentro de esta industria, la elaboración de productos alimenticios registró un crecimiento interanual del Valor Bruto de la Producción de

8.41% a agosto-2019², donde la producción de leche, productos lácteos y productos de huevos alcanzó un crecimiento de 0.61%.

En lo que respecta a la industria de lácteos, el 25 de febrero de 2019 se firmó un Acuerdo Ministerial para el sostenimiento y fortalecimiento de la industria, que en el año 2018 registró una caída en el consumo de alrededor del 6.6%³. Este acuerdo prohíbe el uso del suero de leche en el territorio nacional durante un período de seis meses, mientras se realiza un reglamento para su aprovechamiento.

Dicho acuerdo nace de la postura del presidente de la República, quien en noviembre-2018 estableció este alimento como vital para el desarrollo infantil y su nutrición.

De acuerdo con información pública de la Secretaría General de Comunicación de la Presidencia, la moratoria del suero de leche no es el único aspecto que se considera en el acuerdo, sino también el fomento del consumo de productos lácteos, el control de la informalidad en la industria y el fomento de la eficiencia de la producción.

Por otra parte, el *Plan Toda una Vida* del Gobierno incluye como segundo eje el desarrollo de capacidades productivas y del entorno, para lograr la soberanía alimentaria y el *Buen Vivir* rural. Para ello, las políticas adoptadas incluyen: el impulso de la producción de alimentos, el fortalecimiento del sector agricultor y la promoción del comercio justo.⁴

Cabe mencionar que la industria alimenticia depende en gran medida de la capacidad de consumo de los hogares, por lo que resulta importante notar que este tuvo una variación trimestral a junio-2019 del -1.4% e interanual del 1%⁵.

Por otro lado, es importante destacar que la variación anual del índice de precios al productor (IPP), que en 2018 fue de -1.12% (1.29% a diciembre-2017), llegó a agosto-2019 a 0.80%.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

NESTLÉ S.A. es una empresa que nace en 1867 con el objetivo de crear un alimento nutritivo para los niños, víctimas de hambre y desnutrición. A lo largo del tiempo, la empresa se expandió a lo largo de Europa y en 1920 estableció su primera fábrica

² <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/produccion-industria-manufacturera/>

³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/industria-lactea-suero-leche-economia.html>

⁴ http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_OK.compressed1.pdf

⁵ Presentación coyuntural a septiembre 2019, Banco Central del Ecuador

¹ Presentación coyuntural a septiembre 2019, Banco Central del Ecuador

en Latinoamérica.

A nivel mundial, la empresa cuenta con presencia en más de 100 países y tiene alrededor de 278,165 colaboradores.

En lo que respecta a Ecuador, Nestlé se constituye en 1955 bajo operaciones propias en Guayaquil, pues previamente comercializaba a través de Comercial Panamericana.

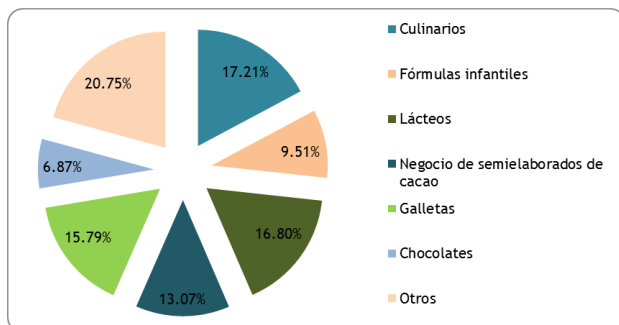
En la actualidad, la empresa cuenta con el permiso para la elaboración de otros alimentos especiales, concentrados de proteínas, alimentos dietéticos, sin gluten y otros.

Así, la empresa maneja las siguientes líneas de producción y comercialización: nutrición infantil, culinarios, bebidas instantáneas, profesional, lácteos, chocolates, cereales, café y bebidas, galletas y alimentos para mascotas.

La compañía conserva el liderazgo en el mercado nacional, gracias al buen posicionamiento de la marca, diversificación de productos, y la red de distribución en todo el territorio nacional. Sus fortalezas y los esfuerzos realizados en términos de promociones y sistemas de distribución, le han permitido enfrentar adecuadamente la importante competencia que existe por la variedad de productos locales e internacionales que se ofrecen en el mercado en una gama de precios muy diversificada.

A continuación, se presenta la distribución de ventas de la compañía, según línea de negocio con corte a diciembre-2018:

Gráfico 2



Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración: BWR.

En fórmulas infantiles, una línea importante para la compañía, registra una participación de mercado del 33%, por lo que se mantiene como líder en este segmento. De igual manera, las demás líneas de negocio mantienen la mayor participación en el mercado.

Adicionalmente, cabe resaltar que a la fecha de corte el 16.86% de las ventas corresponde a exportaciones tanto directas como a empresas relacionadas. Del rubro de exportaciones, el principal destino es Estados Unidos, seguido por

México.

La comercialización de los productos a nivel nacional se realiza a través de varios canales: red propia, distribuidores, mayoristas de diferentes tamaños, canales modernos y autoservicios. La participación de cada uno por área geográfica y línea de producto depende de la estrategia global de la empresa, que realiza un análisis constante de los canales utilizados, de la eficiencia de rutas y de las frecuencias a cubrir, buscando la mayor eficiencia y rentabilidad de la red.

Cabe resaltar que Nestlé busca un manejo adecuado de los inventarios de clientes, un mayor volumen de ventas y la innovación de los productos ofrecidos.

Las materias primas más importantes para la compañía son adquiridas localmente (leche, trigo, cacao y azúcar, seguido por grasa vegetal y aceite de palma). De esta forma reduce la sensibilidad del costo de ventas al precio internacional de las materias primas, costos de importación y disponibilidad. Para la adquisición de inventario de cacao el emisor trabaja con coberturas financieras para fijar el precio en el corto plazo.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

En el país Nestlé cuenta con una planta para elaboración de semi elaborados de cacao, chocolates y culinarios, además de dos centros de distribución. Por otro lado, la planta de Industrial Surindu se utiliza para la fabricación de galletas, chocolates y recubiertos. Las líneas de leches en polvo y envase UHT, así como la de otras bebidas líquidas, se realizan en la planta de producción de Ecuajugos. La producción de las tres plantas se comercializa a través de Nestlé Ecuador.

Nestlé Ecuador S.A., Industrial Surindu S.A., y Ecuajugos S.A. son compañías relacionadas por su accionista. Estas empresas consolidan sus balances, por lo que se analizan tanto los estados financieros individuales como consolidados en el presente informe de calificación.

Las relaciones comerciales con empresas, relacionadas o no relacionadas se rigen bajo los parámetros de la política comercial internacional del grupo Nestlé, y de acuerdo con el emisor cumplen con los estándares de precios de transferencia para empresas multinacionales, así mismo se cumple con la norma de administración fiscal (Arm’s Length), utilizada por los países que conforman la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE).

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Nestlé S.A. (Suiza), dueña del 99.99% de las acciones de Nestlé Ecuador, es la compañía más



grande del mundo del sector alimenticio, líder global en diversas líneas como café, agua embotellada, nutrición infantil y cuidado de mascotas.

ACCIONISTA	%
NESTLÉ S.A.	99.9974%
ENTERPRISES MAGGI S.A.	0.0026%

Esta empresa mantiene una calificación de crédito a nivel internacional otorgada por Fitch Ratings, de “A+” para el largo plazo y de “F1+” para el corto plazo. Esta calificación fue ratificada el 22 de octubre 2019.

Consideramos que, en caso de necesitarlo, la Casa Matriz tendría elevada capacidad y voluntad de soporte hacia la operación local, dada la importancia estratégica de Nestlé Ecuador, el vínculo por el uso de su marca, y la integración operativa y financiera existente, que se explica en la sección siguiente.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La administración de Nestlé Ecuador S.A., ha mantenido el prestigio de la marca en el país y ha conseguido una importante generación de recursos. Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal, y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y no representan riesgos significativos en relación con la capacidad de pago del emisor al momento.

La vigilancia administrativa, tecnológica y comercial de las empresas se la realiza a través de centros regionales.

En el área financiera, Nestlé S.A., maneja tesorerías centralizadas por regiones geográficas, que autorizan y vigilan presupuestos para cada zona y país. Las tesorerías regionales reportan a la tesorería central en Suiza. Esta controla que los riesgos financieros y de capital a nivel global se enmarquen en las políticas establecidas por el Directorio del Grupo. Adicionalmente, esto es vigilado por el Comité de Activos y Pasivos y el Director Financiero del Grupo. Las inversiones de capital de las subsidiarias y filiales se consolidan por regiones y se aprueban en tesorería central, una vez que la administración de Nestlé S.A., define la prioridad de los proyectos.

Cabe mencionar que NESTLÉ S.A. trabaja bajo cinco enfoques esenciales: Consumidores, Derechos Humanos y Prácticas laborales, Personal, Proveedores y Clientes; y, Medio Ambiente.

Nestlé del Ecuador S.A. realiza reportes mensuales y trimestrales directamente a la matriz (Suiza).

Además, todas las decisiones de carácter estratégico son tomadas a nivel nacional y otras como estructuras de capital y financiamiento, son validadas y aprobadas por Panamá. Es importante destacar que las estrategias comerciales y de negocio se manejan de forma local con total autonomía.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros de NESTLÉ S.A., auditados por la firma Price Waterhouse Coopers (PWC) en 2014, 2015, 2016 y 2017, y por la firma KPMG para el año 2018. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos del emisor a agosto-2019.

También se revisaron los estados financieros consolidados de NESTLÉ S.A., auditados por la firma KPMG del Ecuador Cía. Ltda.

Se consideraron las proyecciones elaboradas por el emisor de los estados financieros para el período 2019-2020. La calificadoradora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Si no se especifica lo contrario las cifras y gráficos corresponden a las cifras no consolidadas del emisor.

Gestión Operativa y Tendencias

Las ventas del emisor en los últimos años se han visto influenciadas por el menor dinamismo económico y la estrecha demanda por productos lácteos. Entre 2017 y 2018 se consiguió un modesto crecimiento compuesto de 0.9% aunque a agosto-2019 se aprecia una contracción respecto al mismo período del año anterior de 6.5%, influida principalmente por la situación macroeconómica del país.

La compañía realiza ajustes de su presupuesto a lo largo del año, en función del entorno macroeconómico y el crecimiento esperado de las ventas. Por ello, el presupuesto para finales del 2019 espera una reducción frente a las ventas del 2018.

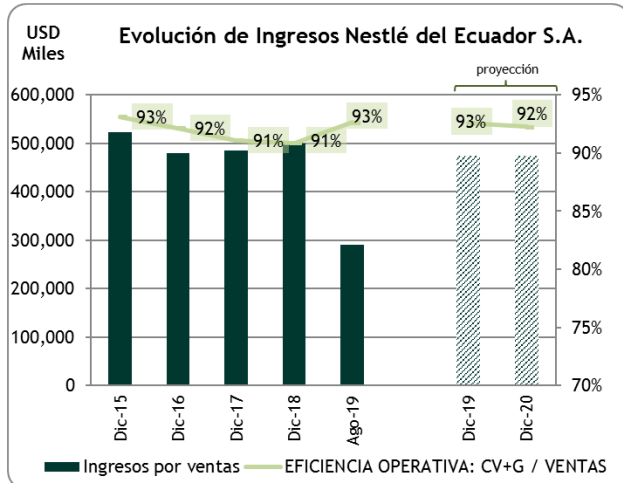
En consideración a las expectativas de la compañía y a la situación macroeconómica, para el presente estudio se considera un decrecimiento de ventas para el 2019 de 5% y un nivel similar de ventas en el 2020.

Si bien el emisor cuenta con una concentración en sus principales clientes, la misma se ve mitigada por la relación a largo plazo que mantiene con

ellos, además de su posicionamiento en el mercado.

Se considera importante mencionar que Surindu S.A. presenta un crecimiento interanual de ventas del 9.4% y Ecuajugos S.A. del 11.1% a agosto-2019.

Gráfico 3

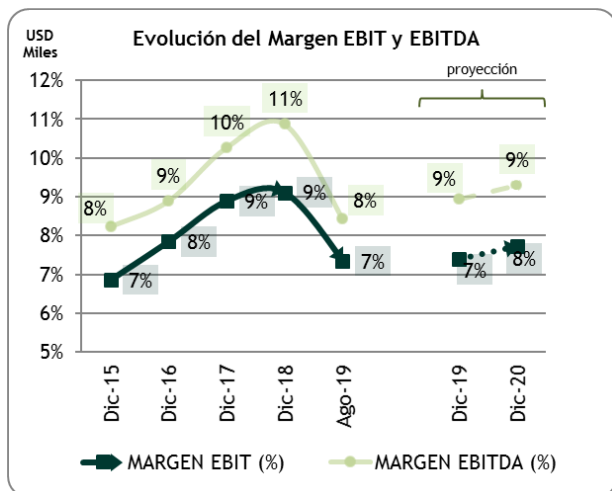


Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Se observa que la suma de costo de ventas y gastos de administración sobre las ventas (eficiencia operativa) mantiene una tendencia estable a lo largo del tiempo. Sin embargo, debido a la caída de ventas esperada, se proyecta que este se ubique entre 92% y 93% para el 2019 y 2020, en consideración de que el gasto fijo no podrá ser diluido.

Por lo antes mencionado, se espera que el margen EBITDA sobre ventas de la compañía se mantenga en alrededor del 9%. Históricamente, la compañía refleja un comportamiento estable del margen EBIT y EBITDA, cuyos movimientos están dados por la generación de ventas.

Gráfico 4

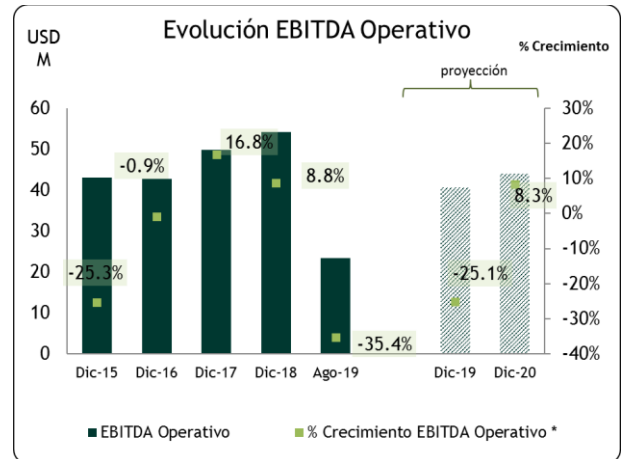


Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En lo que respecta al EBITDA operativo de Nestlé,

se proyecta una caída del 25% para diciembre-2019 y una recuperación hacia finales del año 2020. A lo largo del tiempo este ha registrado crecimientos volátiles, que responden principalmente a los movimientos del sector lácteo y la capacidad de compra del consumidor.

Gráfico 5



Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Si bien las restricciones de consumo inciden en las cifras de la compañía, su participación en el mercado no se ha visto afectada, gracias a sus lanzamientos de innovación y renovación de sus productos.

Además, la compañía espera recuperar una porción de las ventas hacia finales del año gracias a los productos de temporada, a través de estrategias con distribuidores.

A pesar de la caída en ventas, la rentabilidad individual sobre activo promedio (ROA) se ubica en 5.9% (12.6% a diciembre-2018), con una utilidad neta de USD 9.23MM a agosto-2019.

De acuerdo con el emisor, no existen contingentes tributarios a la fecha.

Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

A continuación, se analiza la información de los estados financieros individuales de NESTLÉ.

El activo corriente representa el 67.1% del total de activos de la compañía (USD 232.6MM), especialmente por el peso de las cuentas por cobrar comerciales y del inventario. Por ello, se considera que los activos de la compañía son en su mayoría de naturaleza operativa y tendrían una recuperación esperada de un año o menos.

Por otra parte, el peso más importante en el pasivo corresponde a la deuda financiera de corto plazo, que representa el 38% a agosto-2019.

Se evidencia una reducción de los fondos

disponibles de la compañía, principalmente ocasionada por el pago de dividendos en este año.

NESTLÉ DEL ECUADOR S.A.
ACTIVOS

	Dic-17	Ago-18	Dic-18	Ago-19
Total Activo Corriente	67.7%	68.1%	67.8%	67.1%
Fondos Disponibles	14.9%	10.3%	18.2%	8.8%
CxC Comerciales	38.3%	39.6%	35.8%	37.4%
Inventarios Neto	11.5%	15.1%	9.9%	16.2%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos anticipados	1.5%	0.1%	1.1%	0.7%
Derechos fiduciarios	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros activos corrientes	1.6%	3.0%	2.8%	4.0%
Total Activo No Corriente	32.3%	31.9%	32.2%	32.9%
Propiedad, planta y equipo	30.7%	30.6%	31.0%	31.3%
Cuentas por cobrar comerciales	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%
Activos Intangibles y Diferidos	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
Otros activos	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	Dic-17	Ago-18	Dic-18	Ago-19
Total Pasivo Corriente	70.5%	67.8%	69.0%	75.7%
Deuda Financiera CP	37%	24%	39%	38%
Deuda Comercial	21%	23%	16%	19%
Otros Pasivos CP	13%	20%	14%	19%
Total Pasivo LP	12.4%	22.9%	17.3%	19.1%
Deuda Financiera LP	2%	9%	4%	4%
Otros pasivos LP	10%	14%	13%	15%
PATRIMONIO	17.1%	9.3%	13.7%	5.2%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: NESTLÉ S.A.
Elaboración: BWR

En el caso de la propiedad, planta y equipo (32.9% del activo a agosto-2019), la misma está compuesta en su mayoría por edificios, maquinaria, mobiliario y equipo, cuya capacidad de liquidación es menos predecible.

La compañía registra USD 14.4MM por activos de arrendamiento a la fecha de corte, es decir, el 6.2% del total de activos.

Debido al pago de dividendos, se registra una disminución del patrimonio de la compañía, que pasa de USD 240.47MM en diciembre-2018 a USD 232.59MM en agosto-2019.

Por último, en lo que respecta a Surindu, el 5.9% del activo es corriente, mientras que Ecuajugos tiene una representación del activo de corto plazo del 23.8% de su total de activos.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Los flujos operativos positivos de NESTLÉ han podido cubrir históricamente las inversiones de capital (CAPEX) de la empresa y parte de los dividendos pagados.

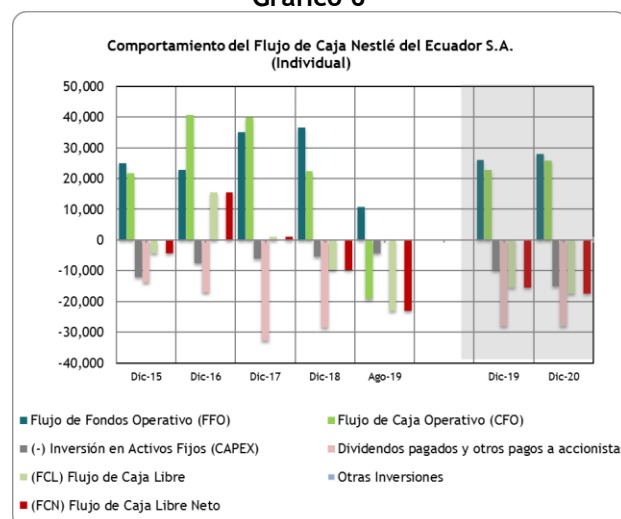
El Flujo de Caja Operativo (CFO) es negativo en este período especialmente por mayor cantidad de inventario, como efecto de la estacionalidad del negocio hacia la temporada navideña y por una disminución de impuestos y retenciones por pagar. Por tanto, esperamos que hasta fines de año se

consiga un CFO positivo.

Por otra parte, la compañía ha realizado hasta la fecha de corte inversiones de capital por USD 4.37 MM, por debajo del monto presupuestado. Esto se genera debido a ajustes del accionista principal, que toma la decisión sobre este rubro en toda la región latinoamericana. A futuro, se espera que Nestlé realice inversiones anuales por alrededor de USD 12.5 MM, pues estas se ejecutan por adopciones de estándares internacionales, inversiones en equipo y formatos de control.

En todos los períodos analizados, la empresa reparte como dividendos la totalidad de la utilidad del año anterior, lo que genera un flujo de caja libre negativo en la mayoría de los períodos analizados. Esto ha implicado un incremento desde 2018 de la deuda financiera, tanto en dólares como en relación al EBITDA, aunque dentro de niveles controlados.

Gráfico 6



Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

A cierre del 2019 se espera un CFO positivo, especialmente por la estacionalidad del inventario antes descrita. Esto permitiría una leve recuperación del Flujo de Caja Libre. Sin embargo, debido a la tendencia del pago de dividendos, el FCN se mantiene negativo en 2020.

A la fecha de corte se evidencia un incremento en los días de cobro (53 días a agosto-2019 frente a 49 días en agosto-2018) que corresponde a mayor amplitud de plazos para los clientes en función de la época navideña. Sin embargo, este incremento es únicamente estacional por lo que se proyectan 44 días de cobro al cierre del año, al igual que en diciembre-2018. Cabe mencionar que a pesar de que la situación de liquidez a nivel macroeconómico exija que los centros de distribución soliciten alargar los plazos vigentes, el emisor pretende mantener su política de cobro.

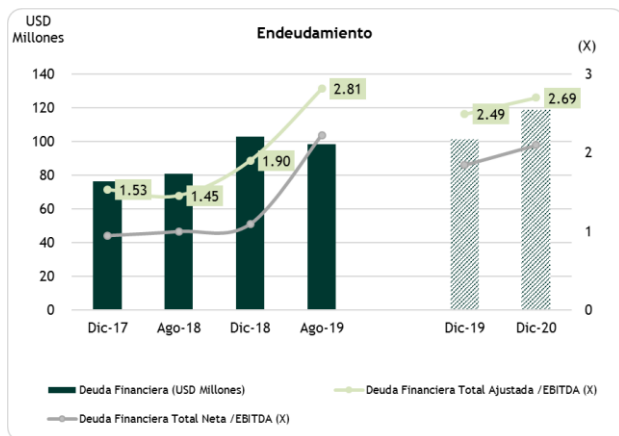
En lo que respecta a los días de pago, el promedio

a agosto-2019 es de 53 días (41 a diciembre-2018). Si bien existe un incremento en este período, se considera el control del emisor sobre el pago de sus facturas y sus plazos, por lo que para este análisis se considera un supuesto de 50 días para 2019 y 2020.

Para efectos de la proyección los días de inventario se mantienen en 25 días en promedio.

En lo que respecta al indicador de Deuda Financiera Total Ajustada/ EBITDA, se observa el pico más alto en agosto-2019, principalmente por la menor generación de la empresa y, Se espera que hasta fines de 2019 y 2020 el endeudamiento en relación a la generación operativa se mantenga sobre los valores históricos, pero por debajo de las 3 veces. Además, si NESTLÉ utilizara sus fondos disponibles para liquidar el valor adeudado, el indicador de endeudamiento alcanzaría las 2.22 veces a agosto-2019. Si bien este indicador es más alto que en períodos anteriores, se considera que la flexibilidad financiera de la empresa se mantiene, pues puede acceder a financiamiento local y además, se encuentra respaldada por el soporte del grupo al que pertenece.

Gráfico 7



Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El endeudamiento financiero frente al patrimonio tangible⁶ alcanza las 22.1 veces a agosto-2019, en especial por la disminución del patrimonio explicada anteriormente. Para el cálculo de este indicador a la fecha de corte, se restaron del patrimonio alrededor de USD 1.7MM, que corresponde a activos intangibles e impuestos diferidos.

Si bien el patrimonio es pequeño considerando la naturaleza industrial de la operación, este riesgo se encuentra mitigado por la capacidad de generación operativa del emisor, y el soporte de su

⁶ Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

casa matriz.

A agosto-2019 las obligaciones financieras ascienden a USD 98.45MM. La deuda financiera a finales del año se mantendría en los mismos niveles del 2018.

Cabe mencionar que, dentro del pasivo, USD 13.6MM corresponden al reconocimiento contable de los arrendamientos operativos que exige la norma NIIF 16. Estos se consideran como pasivos operativos para efectos del presente análisis.

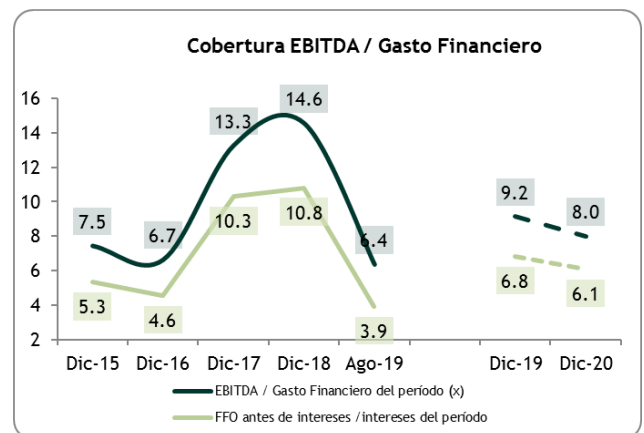
Capacidad de Pago y Liquidez

A la fecha de corte, la cobertura del gasto financiero por la generación de la empresa es menos holgado que en etapas anteriores. Sin embargo, se espera una recuperación de este hacia finales del año.

Si bien esta cobertura disminuye, se considera que el emisor mantiene una flexibilidad financiera importante, gracias al control del endeudamiento y el acceso a tasas bajas de financiamiento en relación con otros emisores.

Cabe mencionar que la caída de la cobertura a agosto-2019 se explica por la menor generación.

Gráfico 8



Nota: indicador no considera como gasto financiero el procedente de los arrendamientos operativos. Dicho valor se encuentra restado en el EBITDA.

Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

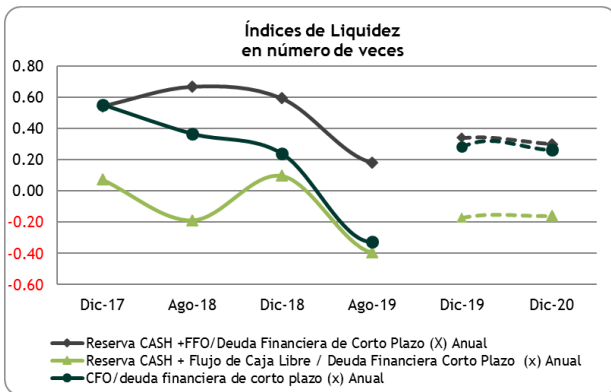
La empresa tiene una amplia capacidad de generar flujos para cubrir sus necesidades operativas y de inversión. El flujo de caja libre ha sido negativo debido a la política de reparto de dividendos, que continuaría a futuro.

Por los motivos antes mencionados, los indicadores de liquidez se mantienen por debajo de 1 en los períodos analizados y se espera que esta tendencia continúe en los siguientes períodos.

Del total de deuda financiera, USD 49.2 MM corresponden a la emisión en mercado de valores, es decir, el 50% del total de las obligaciones

financieras. El riesgo de refinanciamiento de la empresa se mitiga por el bajo nivel de endeudamiento, la posición de la empresa en el mercado y el acceso que mantiene a distintas fuentes de financiamiento. Se considera además que, si bien en etapas de crecimiento la liquidez es apretada, en escenarios de contracción de ventas, se espera que el emisor pueda así mismo liberar parcialmente liquidez por la menor inversión en CAPEX, requerimientos disminuidos de capital de trabajo y pago de dividendos.

Gráfico 9



Fuente: NESTLÉ S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

A continuación, se puede observar la estructura de la deuda financiera a agosto-2019 de Nestlé del Ecuador S.A., excluyendo las obligaciones por leasing financiero (USD 2.6MM):

Estructura de la deuda financiera		
Año	Saldo USD (miles)	%
2019	78,558	82.59%
2020	6,521	6.86%
2021	10,040	10.55%
TOTAL	95,119	100.00%

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

La presente emisión tiene garantía general, por lo cual está respaldada por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 1.05 veces con los activos ajustados. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables

en un escenario conservador.

De acuerdo con el cálculo de la garantía general detallado en la declaración juramentada realizada por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal.

Fecha de corte	Ago-19
Activo Total Ajustado (USD M)	230,901
Activo Total (USD M)	232,587

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	14,998	14,998	15.40
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	46,736	61,734	3.74
3era	Deuda sin garantía específica de balance	158,737	220,471	1.05
TOTAL		220,471	220,471	1.05

Además, el emisor certifica que a la fecha de calificación se han cumplido todos los resguardos tanto normativos como internos y que las obligaciones financieras de mercado de valores y del sistema financiero se encuentran al día.

Cabe mencionar que la emisión cuenta con garantía general del emisor y adicionalmente con una garantía específica otorgada por Surindu S.A. por USD 35MM.

RESGUARDOS

El emisor presenta como resguardos de su emisión el determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

- Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a (0.80), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
- Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2 de la Sección I: Emisión y Oferta Pública de Valores, capítulo IV: Oferta Pública de Papel Comercial del Título II de la Codificación de Resoluciones



Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, Tomo IX; misma que corresponde al Libro Dos del Código Orgánico Monetario y Financiero - “Ley de Mercado de Valores” y demás normas pertinentes.

Adicionalmente, en el siguiente cuadro se puede apreciar que el indicador corriente de liquidez exigido por el ente regulador de 0.8 veces para la emisión de valores a la fecha de corte se ha cumplido:

Indicadores de liquidez			
Mes	Activo corriente USD (miles)	Pasivo corriente USD (miles)	Indicador Liquidez
Mar-19	145,017	137,473	1.05
Abr-19	149,533	177,436	0.84
May-19	150,081	173,331	0.87
Jun-19	141,909	169,211	0.84
Jul-19	156,430	176,233	0.89
Ago-19	156,036	175,965	0.89
Promedio semestral			0.90

Por último, cabe indicar que el emisor mantiene los siguientes compromisos adicionales:

- Mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica
- Generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores
- Mantener una relación entre el endeudamiento financiero (Pasivo Financiero) y la generación de flujo propio (EBITDA) de hasta 2.50 veces, que le permita continuidad y crecimiento al negocio.

De acuerdo con la certificación recibida del emisor, este ha cumplido con todos los resguardos antes indicados.

El papel comercial analizado en el presente estudio se encuentra vigente hasta noviembre-2020 y gracias a la garantía de USD 35MM de Surindu S.A., se cubre el excedente de la emisión en circulación frente al 200% de patrimonio. Por lo tanto, no se supera el límite establecido por la legislación vigente (200%).

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2008 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa

de Valores de Guayaquil, se registran las siguientes negociaciones en mercado secundario del tercer programa de papel comercial.

Fecha	# Días Negociados	Presencia Bursátil
Abr-19	7	33.33%
May-19	2	10.00%
Jun-19	0	0.00%
Jul-19	1	4.35%
Ago-19	6	28.57%

A la fecha de corte de este análisis, el emisor no mantiene emisiones adicionales que se encuentren vigentes en el mercado de valores.

NESTLÉ DEL ECUADOR S.A. (INDIVIDUAL)

(Miles de USD)						PROYECCIONES	
Resumen Balance	Dic-16	Dic-17	Ago-18	Dic-18	Ago-19	Dic-19	Dic-20
Caja y Equivalentes de Caja	43,179	29,151	25,368	43,779	20,580	26,500	26,500
Cuentas por Cobrar Comerciales	76,612	75,104	97,940	86,031	86,893	91,982	93,843
Inventarios	25,053	22,534	37,384	23,774	37,774	22,066	22,066
Activos fijos	59,023	60,260	75,686	74,505	72,806	75,620	81,735
Otros activos	12,014	9,106	11,066	12,378	14,534	12,378	11,495
Total Activos	215,880	196,156	247,444	240,467	232,587	228,418	236,376
Cuentas por Pagar Proveedores	37,209	40,454	58,043	38,389	43,392	44,133	44,133
Deuda Financiera Total	91,833	76,237	80,778	102,951	98,480	101,162	118,577
Deuda Financiera Corto Plazo	78,812	71,904	59,009	93,266	88,440	81,162	98,577
Deuda Financiera Largo Plazo	13,021	4,333	21,769	9,685	10,040	20,000	20,000
Otros Pasivos	65,640	45,967	85,499	66,191	78,600	58,170	56,368
Total Pasivos	194,682	162,658	224,320	207,531	220,471	203,464	219,078
Patrimonio	21,198	33,497	23,124	32,936	12,116	24,954	17,299
Resumen de Resultados	Dic-16	Dic-17	Ago-18	Dic-18	Ago-19	Dic-19	Dic-20
Ventas	480,367	486,025	311,208	499,226	290,921	474,265	474,265
Costo de ventas	-332,285	-329,249	-211,439	-334,378	-198,217	-317,757	-317,757
Otros Ingresos Operativos	0	0	852	0	443	0	0
Egresos Operativos	-110,411	-113,588	-69,930	-119,349	-71,350	-121,388	-119,859
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	37,671	43,187	29,839	45,499	21,355	35,119	36,648
Gasto Financiero del periodo	-6,420	-3,759	-2,993	-3,729	-3,663	-4,442	-5,493
Impuestos a la renta	-13,129	-10,867	-8,327	-13,971	-8,664	-10,252	-10,481
UTILIDAD NETA	17,425	28,545	19,370	27,470	9,233	20,018	20,345
Otros Resultados Integrales	-3,005	-844	0	2,121	0	0	0
Resultado Integral	14,420	27,701	19,370	29,591	9,233	20,018	20,345
Resumen Flujo de Caja	Dic-16	Dic-17	Ago-18	Dic-18	Ago-19	Dic-19	Dic-20
EBITDA OPERATIVO	42,712	49,887	37,082	54,275	23,372	40,643	44,035
(-) Gasto Financiero del periodo	-6,420	-3,759	-2,993	-3,729	-3,663	-4,442	-5,493
(-) Impuesto a la renta del periodo	-13,404	-11,155	-7,997	-13,951	-8,984	-10,272	-10,481
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	22,888	34,973	26,092	36,595	10,726	25,929	28,061
(-) Variación Capital de Trabajo	17,890	4,864	-11,648	-14,232	-29,857	-3,169	-2,225
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	40,778	39,837	14,444	22,363	-19,131	22,760	25,836
(+/-) Flujo de caja no operativo	-696	-17	852	1,901	443	-52	-53
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	852	0	443	0	0
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-696	-17	0	0	0	-52	-53
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	1,901	0	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-16,937	-32,679	-1,199	-28,545	0	-28,000	-28,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-7,574	-6,039	-21,273	-5,304	-4,372	-10,000	-15,000
(-) Inversión en activos intangibles	0	0	-428	-198	-108	-198	-198
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	15,571	1,102	-7,604	-9,784	-23,168	-15,490	-17,415
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-4,512	-15,130	3,821	24,412	-31	-1,790	17,415
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	11,060	-14,028	-3,783	14,629	-23,199	-17,280	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	32,119	43,179	29,151	29,151	43,779	43,779	26,500
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	15,571	1,102	-7,604	-9,784	-23,168	-15,490	-17,415
Indicadores	Dic-16	Dic-17	Ago-18	Dic-18	Ago-19	Dic-19	Dic-20
Patrimonio Tangible	20,134	32,376	21,705	31,859	10,430	23,881	16,250
% crecimiento en ventas	-8.27%	1.18%	0.00%	2.72%	-6.52%	-5.00%	0.00%
MARGEN EBIT (%)	7.84%	8.89%	9.59%	9.11%	7.34%	7.41%	7.73%
MARGEN EBITDA (%)	8.89%	10.26%	11.92%	10.87%	8.03%	8.57%	9.28%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.56	10.30	9.72	10.81	3.93	6.84	6.11
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	6.65	13.27	12.39	14.56	6.38	9.15	8.02
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	6.65	13.27	12.39	14.56	6.38	9.15	8.02
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual - flexibilidad financiera	2.15	1.53	1.45	1.90	2.81	2.49	2.69
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual- flexibilidad financiera	1.14	0.94	1.00	1.09	2.22	1.84	2.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.81	0.69	0.78	0.76	0.89	0.80	0.87
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.75	0.61	0.37	0.44	-0.32	0.30	0.28
CFD/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.52	0.55	0.37	0.24	-0.32	0.28	0.26
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.43	0.07	-0.19	0.10	-0.39	-0.17	-0.16
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

NESTLÉ S.A. (CONSOLIDADO)					
(Miles de USD)					
Resumen Balance	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Caja y Equivalentes de Caja	32,376	32,598	44,364	29,570	44,273
Cuentas por Cobrar Comerciales	36,793	46,659	47,973	39,192	56,646
Inventarios	53,624	53,058	39,111	37,862	34,805
Activos fijos	136,758	143,940	147,779	148,750	166,088
Otros activos	29,537	31,874	14,811	12,859	14,608
Total Activos	289,088	308,129	294,039	268,233	316,419
Cuentas por Pagar Proveedores	47,645	72,286	52,569	56,703	54,306
Deuda Financiera Total	89,260	95,431	91,833	76,237	102,951
Deuda Financiera Corto Plazo	73,567	86,066	78,812	71,904	93,266
Deuda Financiera Largo Plazo	15,693	9,365	13,021	4,333	9,685
Otros Pasivos	79,152	79,824	93,596	63,928	88,089
Total Pasivos	216,057	247,541	237,999	196,868	245,346
Patrimonio	73,031	60,588	56,040	71,365	71,073
Resumen de Resultados	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Ventas	510,999	514,044	473,045	476,821	487,043
Costo de ventas	-2,022,260	-2,157,039	-2,230,107	-2,318,283	-2,345,451
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
Egresos Operativos	-124,870	-126,606	-125,692	-122,647	-124,928
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	61,659	57,163	55,185	64,654	64,919
Gasto Financiero del período	-7,833	-7,988	-9,280	-8,205	-5,059
Impuestos a la renta	-16,761	-20,246	-17,433	-16,777	-19,848
UTILIDAD NETA	36,718	28,699	28,040	40,772	39,572
Otros Resultados Integrales	213	209	-3,679	-795	2,595
Resultado Integral	36,931	28,908	24,361	39,977	42,166
Resumen Flujo de Caja	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
EBITDA OPERATIVO	72,683	68,409	64,468	75,732	79,903
(-) Gasto Financiero del período	-7,833	-7,988	-9,280	-8,205	-5,059
(-) Impuesto a la renta del período	-14,611	-20,178	-18,002	-16,731	-19,995
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	50,239	40,242	37,186	50,795	54,849
(-) Variación Capital de Trabajo	-19,209	16,782	-7,141	13,427	-15,691
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	31,030	57,024	30,046	64,222	39,158
(+/-) Flujo de caja no operativo	-347	-230	-432	1,099	-590
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	526	2,259	0
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-347	-230	-958	-1,159	0
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	-589
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-14,852	-46,898	-16,494	-53,561	-41,215
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-10,048	-16,299	-14,265	-11,317	-10,189
(-) Inversión en activos intangibles	-528	60	231	231	24
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	5,255	-6,343	-914	675	-12,811
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-3,582	5,267	-7,052	-14,880	24,162
OTRAS INVERSIONES NETO	-20,807	-18,365	32,734	31,331	63,635
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	7,734	222	11,766	-14,794	14,703
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	24,642	32,376	32,598	44,364	29,570
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	11,316	-5,045	18,818	86	-9,459
Indicadores	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Patrimonio Tangible	50,893	39,807	54,093	68,929	69,781
% crecimiento en ventas	12.95%	0.60%	-7.98%	0.80%	2.14%
MARGEN EBIT (%)	12.07%	11.12%	11.67%	13.56%	13.33%
MARGEN EBITDA (%)	14.22%	13.31%	13.63%	15.88%	16.41%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7.41	6.04	5.01	7.19	11.84
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	9.28	8.56	6.95	9.23	15.79
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	9.28	8.56	6.95	9.23	15.79
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.23	1.40	1.42	1.01	1.29
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.78	0.92	0.74	0.62	0.73
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.55	0.61	0.62	0.52	0.59
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.86	1.04	0.94	1.30	0.89
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.42	0.66	0.38	0.89	0.42
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.50	0.30	0.54	0.41	0.33
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3.65	4.06	N/A	N/A	N/A

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, 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.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2019.