

Ecuador
Emisión de Obligaciones

Confiteca C.A.

Noveno Seguimiento

Título	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA+	AA	ene-2015

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: AA+
“Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”.

Resumen Financiero

USD Millones	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Activos	50.131	49.351	51.407	49.204
Ventas	60.957	58.838	73.375	27.627
Margen EBITDA (%)	8,83%	9,72%	8,65%	8,52%
ROA (%)*	3,15%	2,90%	2,96%	0,75%
Deuda Fin./Capitalización (%)	40,9%	36,3%	31,2%	25,1%
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	3,84	3,08	2,54	2,06

(x) Indicador en Número de veces

Actividad del Emisor: Producción, Comercialización y Distribución de confitería y chocolates, tanto para el mercado local como para exportación.

Contactos

Carlos Ordóñez, CFA
(593 2) 226 97 67 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Daniel Valdez B.
(593 2) 2922 426 ext. 112
dvaldez@bwratings.com

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió **mantener la calificación de “AA+”** a la **Emisión de Obligaciones Generales** que se analiza en este estudio. La decisión del Comité se fundamenta en una mayor generación operativa individual y del grupo y un bajo endeudamiento, gracias a varios cambios estructurales iniciados en años anteriores.

Fuerte posición de mercado. Confiteca es líder en el mercado de confitería. En el año 2014 incorporó la compra del 80% de las acciones de la empresa Sabijers, orientada al cuidado personal, con lo que mejoró márgenes y diversificó sus ventas. Adicionalmente, Confiteca ha logrado diversificar mercados, a través de la exportación a varios países del 25.6% de sus ventas.

La empresa ha sido históricamente generadora de EBITDA y flujos de caja operativos suficientes para pagar dividendos y financiar parte de sus inversiones en activos fijos. En los dos últimos años, el flujo excedente le ha permitido reducir la deuda. Para el logro de estos resultados ha sido importante el apoyo de los accionistas, que en el 2015 decidieron retener en la empresa los dividendos sobre las utilidades del año anterior.

Luego del importante crecimiento del EBITDA alcanzado en mayo 2015 con respecto al año anterior, para el 2016 se prevé un crecimiento menor, fundamentado en el crecimiento en ventas de alrededor del 5% y el mantenimiento de las mejoras alcanzadas en eficiencia operacional que han reducido su estructura pesada de gastos.

El crecimiento esperado de ventas del grupo se sustenta tanto en las ventas propias de Confiteca como en las del nuevo negocio adquirido.

Bajo nivel de endeudamiento. La recuperación del EBITDA permite que el flujo operativo cubra las necesidades de capital de trabajo, regalías por el uso de marcas, inversiones planificadas, además del pago de la deuda financiera. Los indicadores de endeudamiento actuales perdurarían a menos que se decida realizar inversiones adicionales a las proyectadas hasta el momento o se eleve drásticamente el monto de reparto de dividendos. Los indicadores de liquidez han mostrado un desempeño positivo que se han visto apoyados por la reestructuración de su deuda financiera.

El riesgo de refinanciamiento del emisor está mitigado por el bajo nivel de deuda y el posicionamiento de Confiteca en el mercado. Consideramos que las estrategias de la administración han dado buenos resultados y que las políticas internas tienden a fomentar un negocio sustentable en el tiempo. Adicionalmente, las inversiones de capital esperadas en este y el próximo año no son indispensables para la continuidad de la operación de Confiteca, por lo que la Empresa posee una flexibilidad adicional si la liquidez de la economía se contrajera más de lo esperado.

FECHA COMITE: 31/Julio/2015

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Mayo/2015

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

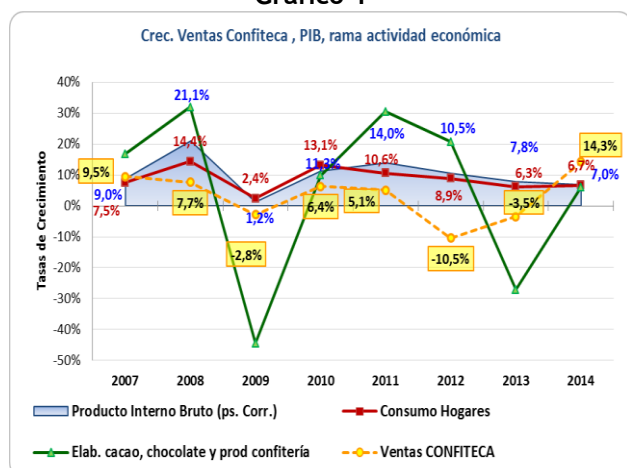
www.bankwatchratings.com

■ CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Emisión de Obligaciones Generales	
Emisor:	CONFITECA C.A.
Monto:	USD 6'000.000,00
Clase A:	USD 3'000.000,00
Monto Colocado Clase A:	USD 3'000.000,00
Monto Circulación Clase A:	USD 0,00
Plazo tramo:	1.440 días (4 años)
Cupón de Interés:	7.5% (por año) fija
Pago de Interés:	Trimestral
Amortización:	Semestral, pagos iguales
No. de autorización:	Resolución No. Q. IMV.11. 0645
Fecha Autorización:	11-Feb-11
Fecha Primera Colocación:	2-Mar-11
Fecha Vencimiento:	2-Mar-15
Clase B:	USD 3'000.000,00
Monto Colocado Clase B:	USD 3'000.000,00
Monto Circulación Clase B:	USD 600.000,00
Plazo tramo:	1.800 días (5 años)
Cupón de Interés:	TPR + 3.25%
Periodicidad del reajuste:	Tasa reajutable semestralmente
Pago de Interés:	Trimestral
Amortización:	Semestral, pagos iguales
Fecha Autorización:	11-Feb-11
Fecha Primera Colocación:	2-Mar-11
Fecha Vencimiento:	2-Mar-16
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución de pasivos y capital de trabajo.
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.
Agente Colocador:	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.
Agente Pagador:	Confiteca C.A. a través de DECEVALE
Representante Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: BCE, EEFF de Confiteca y Subsidiarias. Boletín Anuario 35. y previsiones realizadas por BCE para el año 2014.
Elaboración: BWR

La actividad de Confiteca y algunas de sus subsidiarias pertenece a la rama de actividad de elaborados de cacao, chocolate y confitería. En

el año 2014 se incorporó Sabijers que distribuye productos de cuidado personal.

Las cifras proporcionadas en el boletín anuario del BCE, desagregadas por industria desde el año 2002, evidencian que la industria de elaboración de cacao, chocolates y confitería tiene un comportamiento más volátil que el PIB y el consumo de hogares, con tasas negativas en períodos de bajo crecimiento y con tasas menores en períodos estables como en los últimos dos años. Además de tener una demanda elástica, el sector también se ha visto influenciado por regulaciones que han afectado sus ventas.

Las expectativas de crecimiento del sector se sustentan en la capacidad de adecuar la producción de nuevos productos a los diferentes gustos y necesidades de los consumidores, a la expectativa de que se reduzca la diferencia en el precio del azúcar en el mercado local frente al internacional, y en la aplicación de la ley antimonopolio vigente.

Dentro del segmento económico se mantiene una intensa competencia de empresas multinacionales y locales, con la oferta de producción local e importada.

La producción local ha tenido que enfrentar desventajas competitivas frente a los productos importados, tanto por la agresividad de esa competencia en precios, como por el costo del azúcar, que en el país es significativamente más alto que en el exterior debido a ineficiencias de la industria en general. Estas desventajas se han atenuado bajo las políticas de sustitución por importaciones y representan una oportunidad para el emisor.

Un factor de riesgo significativo en este segmento es el manejo de los precios, ya que por un lado su demanda es elástica y por otro lado el costo de las materias primas básicas es volátil. Las principales estrategias de comercialización se basan en el análisis y correlación entre precios, preferencias de estratos de consumo y presentación de los productos por tamaño o unidades. La variedad y capacidad de innovar productos y una red de distribución amplia son elementos fundamentales para mitigar el riesgo de competencia.

El precio del azúcar local se ha mantenido alto, mientras que el precio internacional ha ido cayendo en los últimos años. Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su

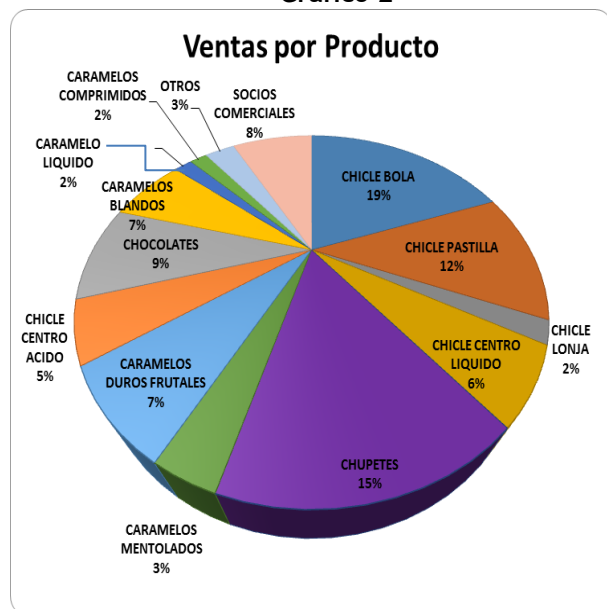
gestión están entre otros, mantener relaciones con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables en un momento dado. También suelen constituir relaciones con proveedores nacionales asociados, con quienes se genera un vínculo de fidelidad. Adicionalmente utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.

Adicionalmente, el Ministerio de Industrias autorizó la concesión de cupos de importación de azúcar con la finalidad de mejorar la cadena de azúcar y sus derivados en caso de que no puedan abastecerse a un precio similar en el mercado local, con lo que a través de cupos, las empresas pueden aprovechar el ciclo de baja del precio en el mercado internacional.

Actualmente, bajo el nuevo esquema de importaciones, Confiteca estima abastecer sus necesidades de azúcar en un 78% en 2015 bajo esta modalidad, lo que reduciría a un 22% el nivel de compras a nivel local.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Gráfico 2



Fuente: CONFITECA, a diciembre 2014. Elaboración: BWR

Confiteca C.A., es una compañía ecuatoriana, constituida en 1963, dedicada a la producción, comercialización y distribución, en el mercado nacional e internacional, de confites y chocolates. Sus principales productos son gomas de mascar, chupetes, y caramelos. También participa en la línea de chocolates, bombones y recientemente en chocolate orgánico gourmet.

Además desde el año anterior tienen la producción de chicles sin azúcar que se espera tenga en este año un desarrollo importante.

Para Confiteca, las ventas en Ecuador históricamente han sido las de mayor participación (75% mayo-2015) y margen de ventas. Si bien las estrategias principales y la dinámica empresarial se enfocan principalmente hacia el mercado local, se busca también fortalecer las exportaciones, de las cuales aproximadamente la mitad se dirigen a empresas relacionadas y lo restante a terceros. Las ventas externas a relacionadas van disminuyendo en el tiempo conforme se incrementa la producción en las plantas del exterior (Colombia y Perú).

Las marcas del grupo se exportan regularmente a más de 20 países de los 5 continentes. A mayo 2015 las exportaciones representan el 25.6% de las ventas, y se mantienen presionadas desde el año 2013 por las dificultades en el mercado venezolano que redujo sustancialmente sus compras.

Localmente la compañía cuenta con una amplia red de distribución y cobranza, y un portafolio amplio de clientes. Además, se mantiene la estrategia de desarrollar nuevas marcas para el negocio de venta minorista.

Sus canales de distribución abarcan más de 40.000 puntos a nivel nacional, los cuales incluyen canales directos, detallistas y mayoristas. Cada uno de estos abarca una participación importante de la comercialización de productos (33% cada uno).

Esta amplia red de distribución es muy importante para mantener el liderazgo en el mercado local y se ha trabajado en procesos para hacerla más eficiente; se realizan esfuerzos para optimizarla incorporando la distribución de productos de terceros y mejorando el proceso de distribución de los productos propios haciendo una selección y optimización de los puntos de venta y de los productos que cada uno debiera distribuir. Para el efecto han realizado inversiones en tecnología.

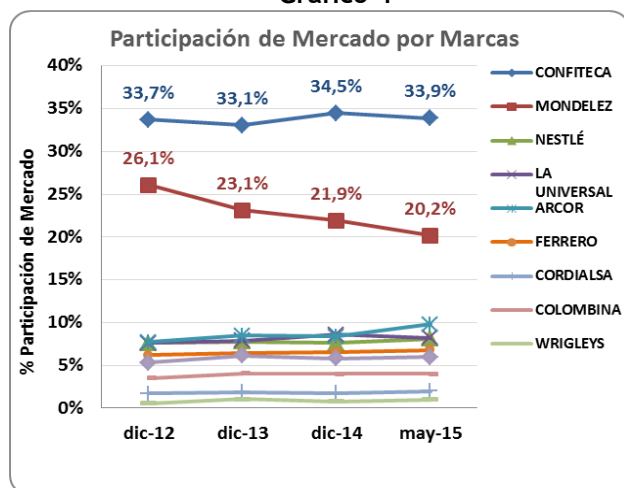
Adicionalmente, en el año 2014 se incorporó una línea diferente de negocios que permitiría diversificar el negocio de la empresa: la línea de productos de cuidado personal como geles y tratamientos capilares de la empresa Sabijers.

En los últimos dos años la decisión de distribuir también productos de terceros, importados y/o locales, ha mostrado resultados positivos. Esta estrategia pretende compensar en parte la disminución de la demanda de algunos productos

propios en el mercado nacional, y la dificultad de trasladar el incremento de costos al consumidor final, tanto localmente como a sus empresas relacionadas en el exterior. Por otro lado, estos ingresos adicionales permitirían diluir los importantes costos fijos particularmente de la cadena de distribución.

El siguiente gráfico muestra que la compañía ha mantenido el liderazgo en el mercado de confites nacional a través del tiempo. Esto gracias al buen posicionamiento de las marcas, diversificación de productos y marcas, capacidad de distribución y diversificación de puntos de venta.

Gráfico 4



Fuente: Mardis S.A. Elaboración: Confiteca

Se observa adicionalmente que la competencia por la participación en el mercado es fuerte, principalmente, entre las marcas líderes y que durante los años 2013, 2014 y lo que va del año 2015, los participantes más pequeños empiezan a ganar mercado.

Las diferentes estrategias de mercado ejecutadas por la empresa le permiten a Confiteca mantener su liderazgo durante este año y se espera que esta tendencia continúe en el mediano plazo.

La competencia ofrece productos elaborados en el exterior y se beneficia de los precios externos más bajos del azúcar, lo que le da mayores márgenes y por tanto más flexibilidad para el manejo de precios. No obstante, la posibilidad actual de comprar azúcar en el exterior le ha permitido a Confiteca beneficiarse en este año de la coyuntura.

Confiteca no ha comprado azúcar local debido a que a pesar de haber cotizado con varios ingenios locales, éstos no ofrecen precios competitivos y que por este motivo fue que el Gobierno optó por abrir cupos de importación de azúcar siempre y

cuando se demuestre que el precio al que se importa es menor al precio ofrecido localmente.

La prohibición por parte del gobierno de la venta de chicles en centros de educación básica, a partir del 2011, contribuyó a la contracción de las ventas de Confiteca y en general del mercado.

En el periodo mayo 2014-15, las ventas mejoran tanto en Confiteca individual como a nivel consolidado, como resultado de la aplicación de las estrategias ejecutadas y también a la incorporación de la línea de negocios de la empresa Sabijers, que ofrece interesantes márgenes y potencial de crecimiento.

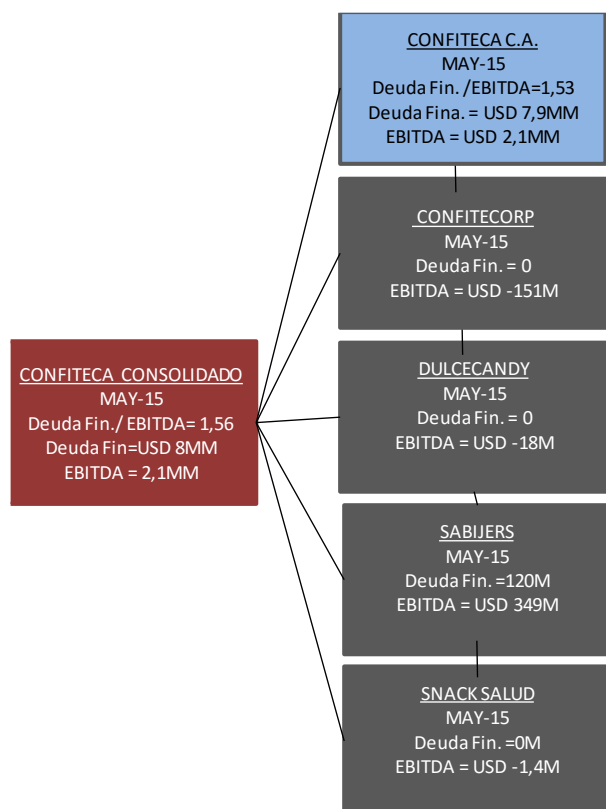
El abastecimiento de las principales materias primas para la empresa ha sido regular, cuenta con proveedores locales e internacionales.

Gracias a las importantes inversiones en tecnología que la empresa realizó en 2012, la empresa mantiene una capacidad de producción que puede sostener el crecimiento futuro. Se estima que al mes de mayo del 2015 la capacidad utilizada de la planta industrial es de alrededor del 60%, aunque en épocas de alta producción, por la ciclicidad de sus ventas, la utilización es muy superior y ha llegado hasta el 90% dependiendo la línea de productos.

La empresa no contempla realizar inversiones importantes en el periodo 2015 para remplazar maquinaria y/o hacer mantenimientos. Para los siguientes años se está evaluando nuevos proyectos, que se definirán en función de la realidad económica del país.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO LOCAL

Confiteca C.A. forma parte del grupo empresarial Confiteca, compuesto por empresas que operan principalmente en el continente Americano, que comparten los mismos accionistas, dos de ellas tienen el mismo fin productivo y comercial.



Fuente: CONFITECA C.A. Elaboración: BWR

Nota: Indicador considera EBITDA anualizado con datos de mayo 2015.

Participación en los Activos Consolidados:

ACTIVOS A MAY-2015	USD MILES	%
CONFITECA	48.490	91,1%
CONFITECORP	1.726	3,2%
DULCECANDY	374	0,7%
SABIJERS	2.505	4,7%
SNACK SALUD	106	0,2%
TOTAL	53.202	100,0%
CONSOLIDADO (luego de eliminac.)	49.204	92,5%

Fuente: CONFITECA C.A. Elaboración: BWR

Estas compañías relacionadas tienen operaciones independientes y financiamiento local con Confiteca C.A. Mantienen relaciones comerciales y de servicios; comparten sinergias en proveedores, publicidad y tecnología.

En Ecuador Confiteca C.A., es propietaria de las compañías: Confitecorp S.A. (94.07%), Dulce Candy S.A (99.85%), Sabijers desde fines del 2014 (80%) y Snack Salud a partir del 2015.

Confitecorp S.A se encarga de comercializar y distribuir los productos del accionista, para lo cual han establecido un contrato de servicios. Esta empresa no genera resultados significativos (USD 94.270 a dic-2014), recibe de Confiteca los ingresos suficientes para cubrir la operación.

En el 2015, Confiteca decide desinvertir la participación que tenía en Contexport S.a., por lo que vendió su participación por el valor registrado en libros. Desde noviembre 2010, Confitecorp S.A., se encargaba de la comercialización al por menor de la marca de chocolate gourmet República de Cacao. La compañía estaba administrada bajo las estrategias del grupo empresarial y mantenía una operación pequeña.

Adicionalmente a partir de enero 2015 se incorpora la empresa Snack Salud que se encarga de la comercialización de barras energéticas para deportistas.

Las marcas que produce Confiteca pertenecen a Western Intertrade. Confiteca debe pagar regalías por su uso, que se calculan como una comisión sobre las ventas, en conformidad al acuerdo entre las partes y a las realizadas anualmente. En algunas ocasiones como el año 2013 se acordó no pagar regalías, sin embargo para el año 2014 si se pagaron. El pago por este concepto se lo realiza conforme la ley tributaria, es decir, con retención del impuesto a la renta y el pago del impuesto a la salida de capitales.

Se espera que la inversión en Sabijers permita mejorar la generación de ingresos, aprovechar sinergias y mejorar la rentabilidad final.

ACCIONISTA Y SOPORTE

CONFITECA C.A. ESTRUCTURA ACCIONARIA				
Al 31 MAYO 2015				
ACCIONISTA	Apellidos Nombres / Razón Social	Nacionalidad	%	ACTIVIDAD
ACCIONISTA PRINCIPAL	WW Cosmos Enterprises CR S.A	Costa Rica	45,54%	SER TENEDORA O TENER INVERSIONES EN ACCIONES DE SOCIEDADES NACIONALES O EXTRANJERAS
	International House of Chocolates and Chewing Gums S.A	Costa Rica		
ACCIONISTA PRINCIPAL	WW IDS Financial Services CR INC. S.A	Costa Rica	45,31%	SER TENEDORA O TENER INVERSIONES EN ACCIONES DE SOCIEDADES NACIONALES O EXTRANJERAS
	Fantasy Candies, Chocolates and Chewing Gums Enterprises	Costa Rica		
	Otros con menor participación		9,15%	
	CAPITAL TOTAL		7.932.900	100%

Fuente: CONFITECA C.A. Elaboración: BWR

El soporte de los accionistas a la compañía se ha demostrado en la capitalización anual de una parte de los resultados generados. En los años 2013, 2014 y 2015 no se repartieron con respecto a las utilidades del año inmediato anterior.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La Junta Directiva y la Gerencia General Corporativa son los órganos que encabezan la administración y el control de Confiteca. La Junta Directiva está conformada por representantes de

los accionistas principales, quienes establecen las estrategias y las políticas de la empresa. Mantienen controles eficientes para que dichas estrategias se cumplan.

Las decisiones tomadas por los accionistas han estado encaminadas a la expansión internacional de los negocios y a mantener su posicionamiento en el ámbito local, obteniendo logros positivos en los dos objetivos.

La plana administrativa gerencial está conformada por profesionales con trayectoria dentro de la compañía. La administración gerencial está conformada por una plantilla de alto perfil profesional.

La administración cuenta con herramientas adecuadas para monitorear el cumplimiento de los procesos y estrategias planteadas para las diferentes áreas de la empresa.

Las principales estrategias en ejecución son: 1) la incorporación de líneas de terceros para la distribución a través de su red, 2) aplicación de las recomendaciones realizadas por consultorías externas para optimizar la red de distribución y los procesos de producción, 3) negociación conveniente con proveedores de insumos, 4) implementación de esquemas que permiten un manejo más eficiente de inventarios, 5) control de gastos de operación.

Las acciones desarrolladas como la incorporación de nuevos productos, la elevación de precios, la cual afinó la estructura de márgenes en canales intermedios y cambios en procesos operacionales, que buscan una mayor eficiencia operativa, han llevado consigo cambios importantes, los cuales han generado resultados positivos los últimos años.

■ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Este análisis se realiza con base en los estados financieros interinos de Confiteca C.A. y los estados financieros interinos consolidados de Confiteca y subsidiarias a mayo 2015. Además se analizan los estados financieros de los años 2011 a 2014 de Confiteca C.A. auditados por la compañía auditora Deloitte & Touche y los consolidados de Confiteca C.A. y subsidiarias, del 2011 al 2013, presentados por la misma auditora. Con respecto al 2014, revisamos los informes consolidados no auditados de Confiteca C.A. y subsidiarias, puesto que de acuerdo al emisor el informe auditado consolidado de este año no está listo todavía. En todos los casos nombrados anteriormente el

auditor ofrece un dictamen limpio respecto a su presentación bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Para este seguimiento se actualizaron las proyecciones financieras de la empresa para los años 2015 a 2017. Dichas proyecciones han sido sensibilizadas para nuestro análisis.

El análisis de la capacidad de pago del emisor se realiza con base en las *cifras individuales y consolidadas*, debido a la estrecha vinculación estratégica, comercial y financiera con las subsidiarias que se refleja en transferencias de flujos importantes entre ellas. Si no se indica lo contrario, los gráficos y cuadros presentados hacen referencia a cifras del grupo.

■ Gestión Operativa y Tendencias

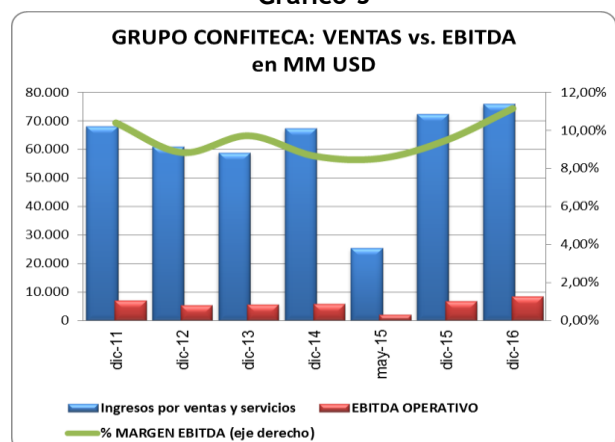
	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Ventas				
CONFITECA	60.042	57.469	62.806	23.369
	98,5%	97,7%	93,4%	92,3%
GRUPO	60.957	58.838	67.260	25.324

Fuente: CONFITECA C.A. Elaboración: BWR

De acuerdo con la estrategia de negocios del Grupo las ventas de CONFITECA C.A. constituyen la mayor parte de las ventas consolidadas, pero se advierte también que las ventas de las otras empresas van adquiriendo una mayor participación desde el año 2013 y especialmente en el 2014 con la incorporación de Sabijers.

La generación de EBITDA se concentra en Confiteca C.A. aunque su participación se reduce en el 2014 por la incorporación de la nueva línea de productos que representa Sabijers.

Gráfico 5



Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias.; proyecciones ajustadas por BWR
 Elaboración: BWR

Las ventas de Confiteca crecen en 9.29% en 2014 y las del grupo lo hacen en 14.3%, principalmente

por la incorporación de Sabijers en el consolidado. Esto luego de las menores ventas registradas en los años 2012 y 2013, que estuvieron influidas por un estancamiento del mercado en general y por varios factores internos que se explicaron anteriormente y que se relacionan a la competencia, a la política de precios, a limitaciones en las ventas de chicles por regulación en las escuelas y la demora en el lanzamiento de productos nuevos.

Para los siguientes años la empresa estima un crecimiento esperado en ventas de alrededor del 5% en las líneas de productos de Confiteca y un 8% para sus empresas subsidiarias, considerando los ingresos por ventas de los productos de Sabijers y el efecto total del incremento de precios al distribuidor de confitería aplicado en el último trimestre del 2014, el cuál contribuyó a una redistribución del margen en su cadena de distribución sin afectar el precio final al cliente. En nuestras proyecciones ajustadas hemos considerado un crecimiento estimado de 5% tanto para las cifras individuales como consolidadas.

En relación al margen EBITDA, este ha mostrado más estabilidad debido en parte a la flexibilidad existente en el pago de regalías por uso de marca, que se registran dentro del gasto operativo. En 2012 y 2013 no se pagaron y en el 2014 sí se lo hizo.

período del año anterior, mientras que el del grupo aumenta en 12,8%, por el efecto de la inclusión de Sabijers al consolidado a fines del 2014. Se espera que hasta fin de año el crecimiento del grupo termine en niveles positivos aunque más conservadores como los que se aprecian en el gráfico anterior.

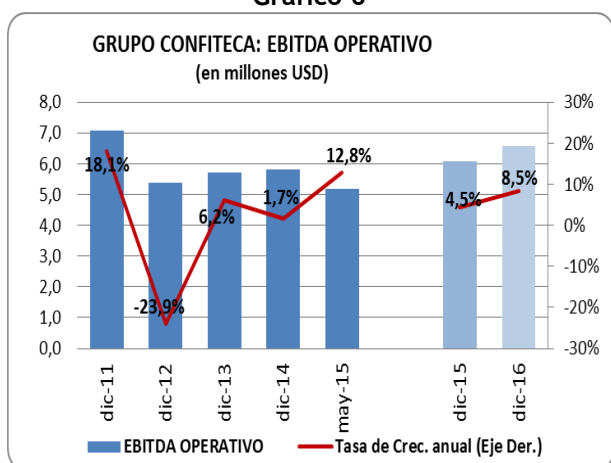
Cabe indicar que Sabijers mantiene un mejor margen bruto y una estructura más liviana de costos y gastos que los productos tradicionales del emisor, por lo cual aportará positivamente al grupo, dentro de una escala de negocio más pequeña que Confiteca. Por su parte las demás empresas que conforman el grupo son relativamente nuevas y no generan todavía un resultado operativo positivo.

En el 2015 el EBITDA de Confiteca se verá beneficiado por la adquisición del azúcar a mejores precios gracias al cupo asignado para la importación de esta materia prima. Esto debido a que existe una diferencia marcada entre el precio local y el internacional. Adicionalmente, en este año y en los siguientes se espera continuar con el proceso de ahorro de costos y gastos de producción apoyados con nuevas inversiones en maquinarias más eficientes y sistemas tecnológicos avanzados. Se alcanzarán también los resultados positivos de la reestructuración de procesos realizada en años anteriores, por lo que se esperaría que la carga operacional pesada de costos fijos que mantiene se diluya en los mayores ingresos generados.

Los niveles de eficiencia operativa se mantienen relativamente estables, el gasto operacional en función de las ventas representó en promedio aproximadamente el 33% en los últimos tres años. Las proyecciones del EBITDA a partir del 2014 incluyen pagos de regalías a la dueña de las marcas. El margen EBITDA muestra una tendencia positiva para los siguientes años a pesar de la estructura aún pesada de gastos de operación.

El EBITDA tanto de Confiteca como del consolidado cubre en más de seis veces los gastos financieros, lo que le da a la empresa flexibilidad financiera. A pesar de la posibilidad de mayores tasas de financiamiento por el entorno económico del País, esperamos que este indicador se mantenga en niveles holgados dado que la deuda financiera se mantenga en niveles similares a los actuales.

Gráfico 6

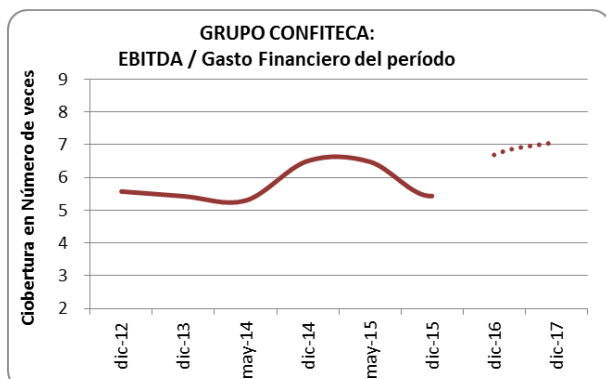


Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Proyecciones ajustadas por BWR.
 Elaboración: BWR
 EBITDA Operativo a mayo-2015 está anualizado.

En diciembre 2014 el EBITDA del grupo muestra un crecimiento del 1.7% influido por el hecho explicado en el párrafo anterior. Un efecto similar se ve en Confiteca, donde el EBITDA se reduce en 1.02%.

Con respecto a mayo-2015, el EBITDA de Confiteca se reduce en 1.02% frente al mismo

Gráfico 7



Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Elaboración: BWR. Protecciones ajustadas por BWR.

Los impuestos pagados ejercen una fuerte presión sobre los resultados, básicamente por el pago del impuesto a la renta, que constituye el 32.5% del resultado de la gestión antes de impuestos a diciembre-2014, y 51.7% a mayo-2015. Este último porcentaje tiene un componente estacional por el registro del anticipo de impuesto a la renta que constituye un impuesto mínimo. Adicionalmente, en este año la empresa pagará alrededor de USD 270M, de determinaciones de impuestos de años anteriores, acogiéndose a la amnistía tributaria vigente.

El resultado final consolidado a mayo-2015 es de alrededor de USD 150M. Bajo estimaciones conservadoras estimamos que la utilidad neta llegue aproximadamente a USD 914m, valor que puede variar también en función de la decisión anual de pago de regalías. Bajo esta perspectiva, los indicadores de rentabilidad de la empresa se mantendrían en niveles atractivos cercanos a 2%.

Estructura del Balance Consolidado

ACTIVOS

	dic-12	dic-13	may-14	dic-14	may-15
Total Activo Corriente	53,7%	56,9%	54,6%	58,4%	54,6%
Fondos Disponibles	5,5%	5,0%	4,5%	5,8%	4,8%
CxC Comerciales	23,9%	25,3%	21,7%	29,3%	26,8%
Inventarios Neto	20,4%	21,3%	24,7%	17,8%	20,8%
Otras cuentas por cobrar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos anticipados	3,8%	5,3%	3,7%	5,5%	2,1%
Total Activo No Corriente	46,3%	43,1%	45,4%	41,6%	45,4%
Propiedades	43,7%	40,5%	41,5%	36,3%	36,9%
Inversiones Emp. Relac.	0,2%	0,3%	0,3%	0,8%	0,6%
Activos Diferidos	2,3%	2,3%	3,6%	0,0%	3,2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Elaboración: BWR

PASIVOS

	dic-12	dic-13	may-14	dic-14	may-15
Total Pasivo Corriente	37,0%	41,8%	38,3%	37,6%	36,7%
Deuda Financiera CP	13,9%	18,6%	12,8%	10,2%	7,3%
Deuda Comercial	15,4%	14,0%	13,5%	12,6%	14,1%
Otros Pasivos CP	7,7%	9,2%	12,0%	14,8%	15,4%
Total Pasivo LP	21,0%	12,7%	13,5%	15,9%	14,4%
PATRIMONIO	42%	46%	48%	46%	49%

Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Elaboración: BWR

	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Deuda Financiera Total				
CONFITECA	14.610	12.792	10.694	7.939
	100,0%	100,0%	99%	99%
GRUPO	14.610	12.792	10.834	8.058

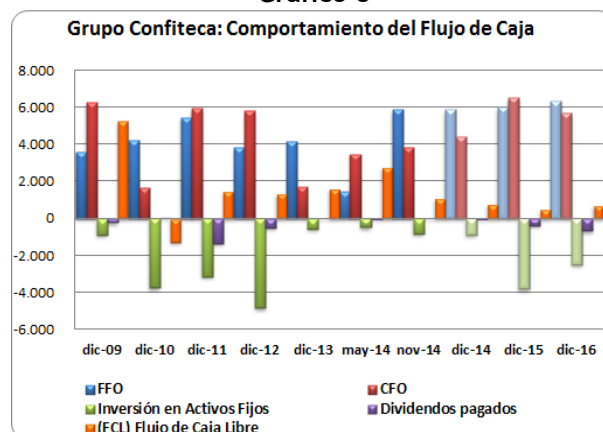
Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

La empresa necesita financiamiento de corto plazo para su ciclo de operación, el que ocasionalmente se ha presionado por la necesidad de financiar mayores cuentas por cobrar, y/o el abastecimiento de materia prima cuyas necesidades se relacionan a la volatilidad de sus precios. Los requerimientos de inversión en activos fijos han requerido de endeudamiento de largo plazo.

Las decisiones de inversión y la planificación del flujo de caja se realizan en función del Grupo, Confiteca CA concentra la deuda financiera, y por tanto el gasto financiero, y provee a las demás empresas de los requerimientos de capital de trabajo adecuados. Por esta razón es importante analizar el flujo de caja consolidado que refleja la capacidad de pago real.

Gráfico 8



Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Elaboración: BWR. Proyecciones de la empresa ajustadas por BWR.

Como se advierte en este gráfico, en los últimos tres años la Compañía (léase Confiteca y subsidiarias) ha generado un flujo de caja

operativo luego de variaciones de capital de trabajo (CFO) positivo suficiente para cumplir con las inversiones de CAPEX y reducir parte de la deuda financiera. En el año 2013 los accionistas decidieron reinvertir la utilidad y no pagar regalías. Para el año 2014, no se realizaron pagos de dividendos pero sí en regalías, lo cual ya se encontraba previsto por la Administración.

La empresa no contempla realizar inversiones importantes en el periodo 2015 para remplazar maquinaria y/o hacer mantenimientos, sino únicamente aquellas que permitan obtener réditos en el corto plazo. Para los siguientes años se está evaluando nuevos proyectos, que se definirán individualmente en función de la realidad económica del país. Sin embargo, dentro del flujo de inversión se considera los pagos restantes que debe realizar la empresa en 2015 y 2016 por la compra de la empresa Sabigers, por 1.1MM y 1.0MM, respectivamente.

Bajo este esquema, el flujo de caja libre en 2014 llegó a 2.1MM, del cual USD 2MM se usaron para continuar disminuyendo el monto de deuda financiera.

Entre enero y mayo del 2015 el flujo de fondos de operaciones (FFO) es mayor en 14% al alcanzado a mayo-2014, llegando a USD 1.6MM, que se utilizó para cubrir necesidades de capital de trabajo. Al mismo tiempo se advierte un flujo positivo proveniente de reducción de inventarios e incrementos en pasivos por gastos acumulados e impuestos que deberán ser cancelados en el corto plazo, pero que reducen los requerimientos de capital de trabajo.

A la fecha de corte se alcanza un flujo de caja operativo (CFO) de USD2.8MM. Luego de inversiones en activos fijos y gastos de inversión y desarrollo y pago de regalías, el Grupo alcanza un flujo de caja libre (FCL) de USD 2.1MM que fue utilizado junto a los fondos disponibles para reducir la deuda financiera en USD 2.77MM.

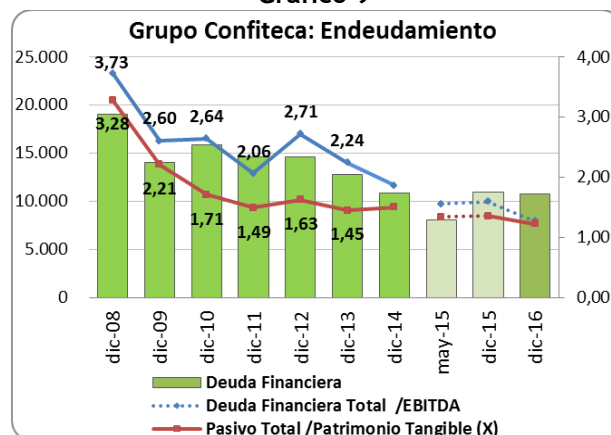
Sobre el comportamiento del flujo de caja de CONFITECA individual a mayo-2015, se observa un mejor FFO en comparación al mismo periodo del año pasado, producto de un menor requerimiento de capital de trabajo, comportamiento cíclico normal de su negocio, obteniéndose un CFO de alrededor de USD 2.7MM, inferior al USD 3.4MM acumulado a mayo-2014. La empresa alcanza a la fecha de corte un flujo de caja libre de 1.8MM que junto con la reducción de la liquidez inmediata alcanzó para reducir la deuda en USD2.8MM más.

En cuanto al manejo de inventarios, su optimización ha sido un objetivo de la administración. Los resultados han sido paulatinos, con una ligera disminución en días de inventario en el periodo mayo 2014-15 que se espera continúe mejorando en los siguientes años.

Por estas razones se esperaría que las necesidades de mayor capital de trabajo por un crecimiento en ventas sean relativamente menores.

Dadas las condiciones históricas analizadas y las variables predecibles estimamos probable que se mantengan las perspectivas positivas en cuanto a la generación del EBITDA. La compañía seguirá produciendo flujo de caja operativo suficiente para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, inversiones de capital fijo, y el pago de regalías, aunque requeriría refinanciar su deuda de corto plazo.

Gráfico 9



Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Elaboración: BWR

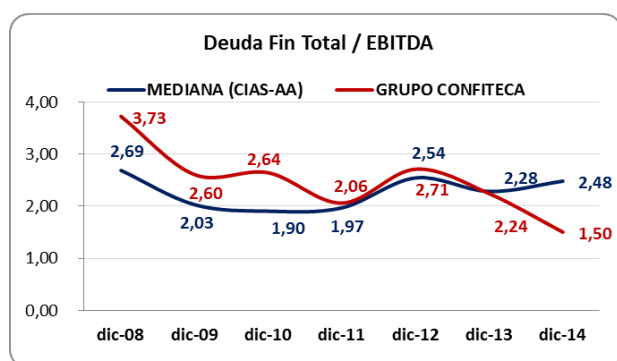
El gráfico 9 muestra el comportamiento y las perspectivas de la deuda consolidada de Confiteca y Subsidiarias en relación al EBITDA y al patrimonio tangible. El mayor nivel de endeudamiento financiero se registró en el 2008, cuando se necesitó financiar un alto nivel de inversiones en CAPEX. Posteriormente la deuda se reduce gracias a la liberación importante de capital de trabajo (de inventarios acumulados y aumento de gastos acumulados), que generaron un flujo de caja libre neto extraordinariamente alto.

La menor deuda financiera y la mejora en el EBITDA se refleja en la relación entre obligaciones financieras y EBITDA, que disminuye de 2.7 veces en el 2012, a 2.24 en 2013 y 1.86 hasta diciembre 2014. Para mayo 2015 se ubica en 1.56. De igual forma, la solvencia patrimonial presenta una mejora en el mismo periodo.

Un menor endeudamiento, tanto en monto como en relación al EBITDA, le otorga a la empresa una flexibilidad financiera suficiente para cubrir los riesgos propios del negocio.

Las cifras individuales de Confiteca muestran un endeudamiento en relación con el EBITDA ligeramente mayor, con la misma tendencia que en las cifras consolidadas. La relación Deuda financiera total sobre EBITDA a mayo-2015 es 1.53:1. La relación pasivo sobre Patrimonio tangible es 1.60:1, que reflejan igualmente un bajo nivel de endeudamiento.

Gráfico 10



Fuente: Confiteca y Subsidiarias. Elaboración: BWR.

*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR. A mayo-15 es el indicador disponible de dos meses cercanos.

Tanto los indicadores individuales como consolidados comparan favorablemente con la mediana de las empresas calificadas AA por BankWatch Ratings.

Se espera que a futuro el nivel de endeudamiento en relación a su capacidad de generación se mantenga relativamente estable dentro del rango de 1.5 a 2.1 veces dentro del plazo de vigencia de emisión.

La emisión de obligaciones en el mercado de valores, le permitió mejorar la estructura y diversificación de la deuda, no obstante, a medida que transcurre el tiempo y los valores se amortizan, la deuda financiera se concentra en el corto plazo. El bajo nivel de endeudamiento alcanzado en este año le ha permitido la renovación de la deuda de corto plazo con bancos, con plazos mayores, por lo que se advierte una estructura de deuda cuya parte de corto plazo es únicamente el 48%.

La emisión de obligaciones vigente tiene un saldo de capital de USD 600M en corto plazo que vencen el 2 de marzo del 2016. Este pasivo representa únicamente el 1.2% del pasivo total a mayo-2015.

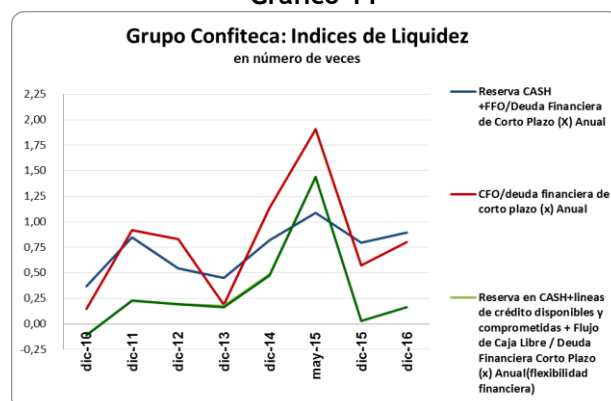
El resto de la deuda financiera pertenece a instituciones financieras locales, que la otorgan

con el respaldo de activos. La deuda financiera bancaria tiene tasas que van desde el 7.5% al 8.9% y con plazos de hasta tres años.

Los otros pasivos de largo plazo están constituidos por las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio. Este pasivo tiene un peso de 9.78% del pasivo total. Según información del Auditor y de la Administración, la Compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión en función de ellos.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

Gráfico 11



Fuente: Confiteca y Subsidiarias. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR

El gráfico anterior muestra la evolución de los niveles de liquidez de la compañía. En el 2014 el flujo de caja libre permitió cubrir el 49% de la deuda de corto plazo, requiriendo que la empresa refinance la diferencia. Si bien hasta mayo la liquidez que ha manejado el emisor le ha permitido disminuir de forma importante la deuda de corto plazo, esto corresponde a la estacionalidad de su negocio.

En el 2015 y 2016 se espera que la empresa continúe generando un flujo importante, aunque bajo un escenario conservador y suponiendo el pago de regalías y las inversiones planificadas actualmente, el grupo requerirá refinar su deuda a corto plazo en su totalidad.

Históricamente Confiteca ha demostrado su capacidad de refinar la deuda en el sistema financiero. La flexibilidad financiera y estratégica de la empresa mitiga el riesgo de refinanciamiento dentro de un entorno económico más complejo.

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

Confiteca C.A. Mayo-2015

Activo Líquido	1.163
Activo ajustado en caso de liquidación	47.327
Activo Total	48.490

PRELACIÓN	DESCRIPCIÓN	Pasivo + contingentes tributarios	Pasivo Acum	Cobertura Activos Líquidos	Cobertura Activos Gta General
Primera prelación	Impuestos, IESS, empleados	2.141	2.141	0,54	22,10
Segunda prelación	deuda con garantía específica de balance	6.971	9.112	0,13	5,19
Tercera prelación	deuda sin garantía específica de balance	15.732	24.844	0,05	1,90
TOTAL		24.844	24.844	0,05	1,90

Fuente: Confiteca C.A. individual. Elaboración: BWR

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe.

La emisión en circulación está respaldada por la garantía general del emisor, por lo que, en caso de liquidación los acreedores en una prelación igual a la demás deuda sin garantía.

Hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley y los resguardos establecidos para esta emisión.

Resguardos:

A más de los resguardos de ley, la escritura de la Emisión de Obligaciones establece los siguientes resguardos mientras esté vigente la operación:

- Repartir dividendos por un monto no mayor al 30% de la utilidad neta. Sin embargo, si la relación EBITDA / (Flujo de financiamiento financiero neto más Flujo de inversión) excede 2.15 veces, la compañía podrá repartir dividendos por un monto mayor al 30%, con un límite de hasta el 50% de la utilidad neta del año anterior.

A mayo 2015 no se ha entregado dividendos correspondientes a las utilidades del 2014.

- Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 3.0.
- Mantener una relación Pasivo total ajustado / Patrimonio tangible inferior a 2.5.
- Mantener una relación FFO / Deuda financiera de corto plazo superior 0.4.

La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento de los índices financieros señalados. Los indicadores planteados en los puntos 2 y 3 serán revisados semestralmente, el indicador precisado en el punto 4 será medido anualmente.

Para la base de la verificación se tomará los estados financieros semestrales correspondientes a los meses de junio y diciembre, y los correspondientes informes auditados anuales.

Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre subsiguiente para superar la deficiencia. Si la misma se mantiene, se considerará como incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor, lo cual constituirá causal de aceleración de vencimientos si así lo determina la Asamblea de Obligacionistas.

El estricto cumplimiento de los resguardos no determina la capacidad de pago del emisor ni su riesgo de crédito, por lo tanto, no constituye un factor que incida directamente en la calificación de riesgo otorgada.

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

A más de valor analizado en el presente informe, cuyas características se encuentran en la primera página, la empresa no posee otro valor en circulación en el mercado de valores.



CONFITECA Y SUBSIDIARIAS

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	may-14	dic-14	may-15
Resumen de Resultados						
Ventas	68.088	60.957	58.838	24.849	67.260	25.324
% crecimiento	5,1%	-10,5%	-3,5%	1,4%	14,3%	-9,6%
MARGEN BRUTO (%)	36,0%	36,6%	37,2%	36,7%	37,2%	39,7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.079	5.384	5.717	1.913	5.817	2.159
MARGEN EBITDA (%)	10,4%	8,8%	9,7%	7,7%	8,6%	8,5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.079	5.384	5.717	1.913	5.817	2.159
MARGEN EBITDAR (%)	10,4%	8,8%	9,7%	7,7%	8,6%	8,5%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.273	2.226	2.473	822	2.657	1.010
MARGEN EBIT (%)	4,8%	3,7%	4,2%	3,3%	4,0%	4,0%
Gasto Financiero del período	-1.054	-966	-1.053	-361	-894	-333
Impuestos a la renta	-583	-618	-512	-128	-659	-198
UTILIDAD NETA	1.772	1.559	1.384	135	1.453	150
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	1.399	2.781	2.482	2.117	2.996	2.375
Capital de Trabajo	18.171	14.503	16.061	15.395	17.701	16.505
Cuentas por Cobrar Comerciales	13.725	11.984	12.472	10.169	15.069	13.206
Inventarios	9.037	10.242	10.522	11.555	9.133	10.235
Cuentas por Pagar Proveedores	4.591	7.723	6.933	6.329	6.501	6.936
Deuda Financiera Total	14.573	14.610	12.792	9.675	10.834	8.058
Otros Pasivos	7.150	6.730	7.170	8.235	10.189	10.149
Patrimonio	20.014	21.068	22.456	22.586	23.882	24.059
Patrimonio Tangible	17.648	17.876	18.557	19.024	18.314	18.824
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	7.079	5.384	5.717	1.913	5.817	2.159
(-) Gasto Financiero del período	-1.054	-966	-1.053	-361	-894	-333
(-) Impuesto a la renta del período	-583	-618	-512	-128	-659	-198
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5.442	3.800	4.152	1.424	4.264	1.627
(-) Variación Capital de Trabajo	482	1.988	-2.457	2.046	1.674	1.226
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	5.924	5.788	1.695	3.470	5.938	2.853
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	136	917	480	0	450	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-138	0	-294
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-8	-11	0	0	-339	54
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1.362	-505	0	-65	-151	-8
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-3.144	-4.845	-564	-479	-999	-514
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-83	0	0	-36	-2.350	64
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.464	1.344	1.611	2.752	2.549	2.156
Margen de Flujo de Caja Libre %	2,1%	2,2%	2,7%	11,1%	3,8%	8,5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-1.256	37	-1.818	-3.117	-1.958	-2.776
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	0	-92	0	-84	0
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	208	1.381	-299	-365	507	-620
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.194	1.399	2.781	2.482	2.482	2.996
Indicadores						
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	6,16	4,93	4,94	4,94	5,77	5,89
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	6,72	5,57	5,43	5,30	6,51	6,48
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	6,72	5,57	5,43	5,30	6,51	6,48
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2,06	2,71	2,24	2,11	1,86	1,56
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1,86	2,20	1,80	1,65	1,35	1,10
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	0,42	0,41	0,36	0,30	0,31	0,25
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,85	0,55	0,45	0,57	0,82	1,09
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,92	0,83	0,18	1,39	1,14	1,91
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0,23	0,19	0,18	1,11	0,49	1,44
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,23	0,19	0,17	1,11	0,47	1,44



CONFITECA CA

(Miles de USD)	dic-12	dic-13	may-14	dic-14	may-15
Resumen de Resultados					
Ventas	60.042	57.469	22.763	62.806	23.369
% crecimiento	-11,8%	-4,3%	-4,9%	19,2%	-10,7%
MARGEN BRUTO (%)	35,6%	36,0%	33,8%	35,5%	38,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.926	5.320	1.076	5.266	2.158
MARGEN EBITDA (%)	8,2%	9,3%	4,7%	8,4%	9,2%
EBITDA OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.926	5.320	1.076	5.266	2.158
MARGEN EBITAR (%)	8,2%	9,3%	4,7%	8,4%	9,2%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.929	2.275	234	2.415	1.155
MARGEN EBIT (%)	3,2%	4,0%	1,0%	3,8%	4,9%
Gasto Financiero del período	-966	-1.053	-347	-859	-328
Impuestos a la renta	-570	-471	-66	-499	-198
UTILIDAD NETA	1.475	1.312	-269	1.818	141
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	2.693	2.378	1.429	2.135	1.163
Capital de Trabajo	13.273	14.440	13.008	15.469	13.778
Cuentas por Cobrar Comerciales	12.320	12.518	9.486	14.457	11.754
Inventarios	10.165	10.425	11.182	8.779	9.752
Cuentas por Pagar Proveedores	9.212	8.503	7.660	7.767	7.728
Deuda Financiera Total	14.610	12.792	9.458	10.694	7.939
Otros Pasivos	5.826	5.583	6.418	9.165	9.177
Patrimonio	20.816	22.128	21.858	23.505	23.646
Patrimonio Tangible	17.329	18.124	17.321	15.939	15.526
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	4.926	5.320	1.076	5.266	2.158
(-) Gasto Financiero del período	-966	-1.053	-347	-859	-328
(-) Impuesto a la renta del período	-570	-471	-66	-499	-198
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3.390	3.796	663	3.908	1.632
(-) Variación Capital de Trabajo	2.426	-2.243	2.809	-2	1.104
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	5.816	1.553	3.471	3.906	2.737
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.082	561	-89	761	2
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-490
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	-92	0	-746	-198
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-505	0	-1	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-5.003	-519	68	-876	-396
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-1.064	-1.190	126
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.390	1.503	2.385	1.855	1.780
Margen de Flujo de Caja Libre %	2,3%	2,6%	10,5%	3,0%	7,6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	37	-1.818	-3.334	-2.098	-2.755
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	0	0	0	0
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1.427	-315	-949	-243	-975
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.266	2.693	2.378	2.378	2.135
Indicadores					
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,51	4,60	2,91	5,55	5,98
EBITDA/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5,10	5,05	3,10	6,13	6,59
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	5,10	5,05	3,10	6,13	6,59
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2,97	2,40	3,66	1,86	1,53
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2,42	1,96	3,11	1,49	1,31
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	0,41	0,37	0,30	0,31	0,25
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,49	0,41	0,27	0,82	1,11
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,84	0,17	1,41	0,82	1,85
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0,20	0,16	0,97	0,39	1,21
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	0,20	0,16	0,97	0,39	1,21



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía 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 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 de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente 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 comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2014.