

Ecuador
Emisión de Obligaciones

Confiteca C.A.

Décimo Seguimiento

Título	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último cambio
Emisión de Obligaciones	AA+	AA	30-ene-15

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	oct-15
Activos	50.131	48.844	51.407	51.551
Ventas	60.957	58.838	67.260	53.758
Margen EBITDA (%)	8,83%	9,72%	8,26%	9,49%
ROA (%)*	3,15%	2,80%	3,18%	4,11%
Deuda Fin./Capitalización (%)	40,9%	36,8%	31,2%	28,1%
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	3,84	3,08	2,71	2,13

(x) Indicador en Número de veces

Contactos:

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

Daniel Valdez B.
(5932) 226 9767 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 reporte. La decisión del Comité se fundamenta en una generación operativa individual y de grupo suficiente; así como un bajo endeudamiento, gracias a varios cambios estructurales realizados en años anteriores y decisiones gerenciales.

La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa.

Líder del mercado nacional. Confiteca es la empresa más representativa 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. En 2015, ha fortalecido su presencia y mejorado su participación en el mercado local en varios productos, mitigando la reducción de sus exportaciones dado el panorama económico actual.

La empresa ha sido históricamente generadora de EBITDA y flujos de caja operativos suficientes para pagar dividendos y regalías; además de financiar parte de sus inversiones en activos fijos. En los dos últimos años, el flujo excedente también le ha permitido reducir la deuda. Se decidió por parte de los accionistas, que en el 2015, la empresa retenga los dividendos sobre las utilidades del año anterior. Por otro lado, se realizó por segundo año consecutivo un desembolso por concepto de regalías.

Para el 2016 se prevé un crecimiento menor en ventas, fundamentado en el rezago de la economía donde se observó que en el año 2015, las ventas fueron menores a lo presupuestadas. Sin embargo, se espera afianzar las mejoras alcanzadas en eficiencia operacional que han reducido su estructura pesada de costos y gastos, mejorando márgenes en diferentes líneas de productos.

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 monto de reparto de dividendos. Considerando que los indicadores de endeudamiento actuales son inferiores al promedio histórico, estimamos probable que en el mediano plazo estos tiendan a incrementarse pero dentro de un rango consistente con la calificación otorgada.

El riesgo de refinanciamiento del emisor está mitigado por el bajo nivel de deuda antes mencionado y fuerte posicionamiento de Confiteca en el mercado local. 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. Los indicadores de liquidez han mostrado un buen desempeño, apoyados por la estructura de plazos de la deuda financiera.

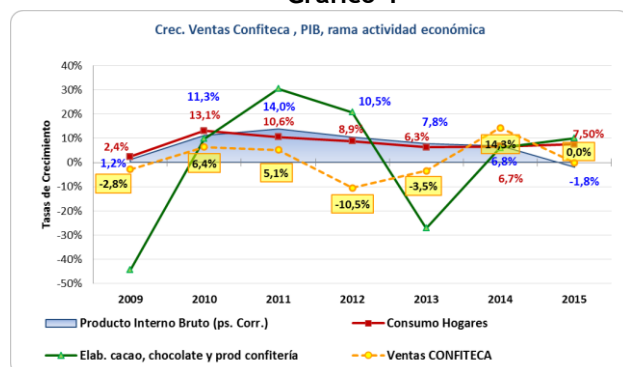


CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

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
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 300.000,00
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, Compañía. Boletín Anuario 37 y proyecciones realizadas por BCE para el año 2015. Elaboración: BWR

De acuerdo a las previsiones del Banco Central para el cierre del año 2015, en términos constantes se estima un crecimiento del 1.1% en el sector petrolero y un 0.3% en el no petrolero. En términos corrientes se proyecta un PIB negativo del 1.8%, compuesto principalmente por una reducción notable del sector petrolero del 45.3%, sin embargo para el sector no petrolero

se estima un crecimiento del 3.2%.

La economía presenta una desaceleración a nivel general y aunque el comportamiento del sector de confites ha sido históricamente volátil, se observa un crecimiento relativamente importante durante el 2015.

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. Además, esta industria presenta una elasticidad precio-demanda muy sensible a cualquier decisión de la competencia. Por otro lado, el sector también se ha visto influenciado por regulaciones que han afectado sus ventas.

El sector se encuentra influenciado en la capacidad de adecuar la producción de nuevos productos a los diferentes gustos y necesidades de los consumidores, a la expectativa de variaciones en el precio del azúcar en el mercado local frente al internacional, y leyes y regulaciones que puedan surgir.

Dentro del segmento económico se mantiene una intensa competencia de empresas multinacionales y locales, con 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 azucarera en general. Estas desventajas se han atenuado y han representado el tener mejores condiciones al 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



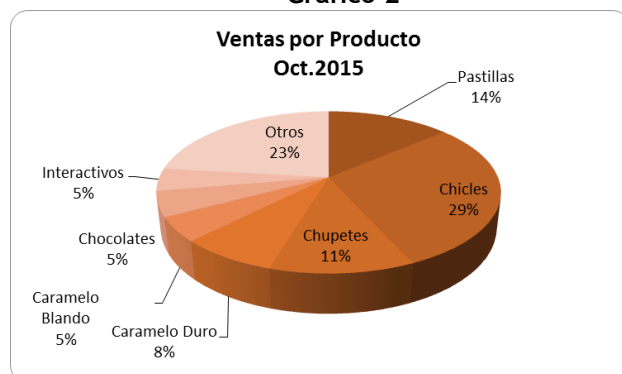
cayendo en los últimos años. Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su gestión están entre otros, mantener relaciones con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse 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. Sin embargo se debe comprar en el mercado local al menos el 10% de la facturación realizada por las compañías dedicadas a la producción de confitería.

Por otro lado, la prohibición por parte del Gobierno para 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.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Gráfico 2



Fuente: CONFITECA, a octubre 2015. 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 tiene la producción de chicles sin azúcar que se ha afianzado durante el 2015.

Para Confiteca, las ventas en Ecuador históricamente han sido las de mayor participación (70% octubre-2015) y margen de ventas. Si bien las estrategias principales y la dinámica empresarial se enfocan principalmente hacia el mercado local, se busca también mantener y fomentar 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 octubre 2015 las exportaciones representan el 19.26% 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 aproximadamente).

Esta amplia red de distribución es muy importante para mantener el liderazgo en el mercado local y se ha trabajado en hacer este proceso más eficiente; se realizan esfuerzos para optimizar la red 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 herramientas tecnológicas.

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.

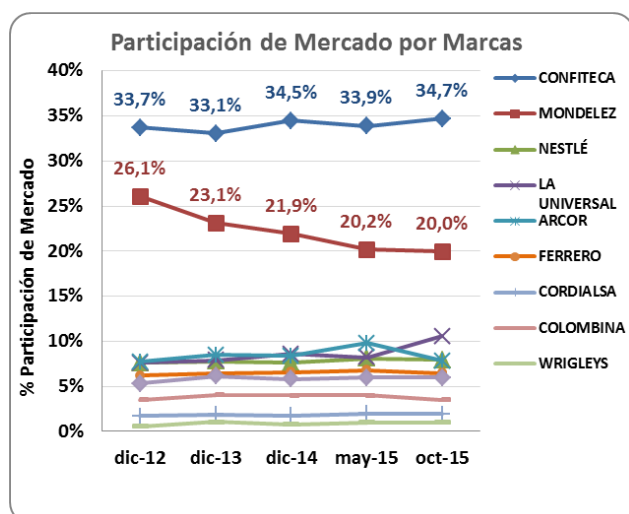
En los últimos dos años la decisión de distribuir también productos de terceros, importados y/o locales, ha mostrado resultados positivos. Esta estrategia pretende compensar en parte la disminución de la demanda de algunos productos propios en el mercado nacional, y la dificultad de trasladar el incremento 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. No obstante, la empresa también evalúa el incrementar la distribución de productos de marcas propias, se produzcan o no en el país.

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 3



Fuente: Mardis S.A. Elaboración: BWR

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.

A octubre 2015 Confiteca mantiene su liderazgo, y mejora su participación con respecto a mayo en +0.8%. Su principal competidor Mondelez se mantiene relativamente estable en su participación. En cuanto al resto de competidores, presentan diferentes comportamientos donde La Universal ha ganado terreno en el mercado, alcanzando un 10.6% de participación por primera vez, saliendo de un histórico promedio del 7.5%.

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 mantiene precios competitivos, algunos de ellos de procedencia internacional que le permiten tener 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.

Confiteca no ha comprado azúcar local debido a que a pesar de haber cotizado con varios ingenios locales, estos no ofrecen precios competitivos; 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.

Actualmente, bajo este esquema de importaciones, Confiteca estima abastecer sus necesidades de azúcar en un 85% en 2015 bajo esta modalidad. Esto reduciría a un 15% el nivel de compras a nivel local, las cuales se realiza a pequeños ingenios, según el acuerdo con el Gobierno.

En el periodo octubre 2014-15, las ventas disminuyen tanto en Confiteca individual como a nivel consolidado, como resultado de la aplicación de un nuevo enfoque el cual bajo el panorama económico actual busca mejorar el margen más que las ventas en dólares. Al momento se ha aliviado la estructura de gasto de las áreas de operaciones y ventas, además de eliminar aquellas líneas de productos que no generaban margen.

El abastecimiento de las principales materias primas para la empresa ha sido adecuado, 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. De acuerdo a la empresa al mes de octubre del 2015 la capacidad utilizada de la planta industrial es de alrededor del 55%, aunque en épocas de alta producción, por la estacionalidad de sus ventas, la utilización es muy superior y ha llegado hasta el 90% dependiendo la línea de productos.

La empresa en tono con la decisión de no realizar inversiones importantes en el periodo 2015 vs. lo contemplado en periodos anteriores para remplazar maquinaria y/o hacer mantenimientos se mantiene consistente. Las inversiones realizadas son aquellas estrictamente necesarias y aprobadas por la alta gerencia. Para los siguientes años se está evaluando nuevos proyectos, que se definirán en función de la realidad económica del país.

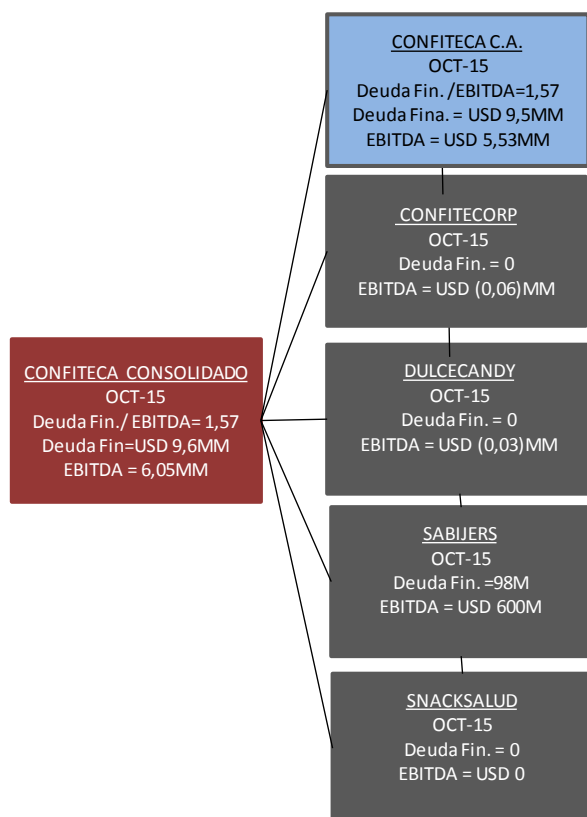
ESTRUCTURA DEL GRUPO

Confiteca C.A. forma parte del grupo empresarial Confiteca, compuesto por empresas que operan principalmente en el continente Americano y que comparten los mismos



accionistas; dos de ellas tienen el mismo fin productivo y comercial.

Gráfico 4



Fuente: CONFITECA C.A. Elaboración: BWR

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

Participación en los Activos Consolidados:

ACTIVOS Oct-2015	USD miles	%
CONFITECA	51.042	91,7%
CONFITECORP	1.877	3,4%
DULCECANDY	394	0,7%
SABIJERS	2.278	4,1%
SNACKSALUD	94	0,2%
TOTAL	55.685	100%
TOTAL (luego de eliminaciones)	51.551	92,6%

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 siguientes compañías: Confitecorp S.A. (94.07%), Dulce Candy S.A (96.18%), Sabijers desde fines del 2014 (80%) y Snack Salud (60%) a partir del 2015.

Confitecorp S.A se encarga de comercializar y distribuir los productos del accionista, para lo

cual se ha establecido un contrato de servicios. Esta empresa no genera resultados significativos (USD -58M a oct-2015), y recibe de Confiteca los ingresos suficientes para cubrir la operación.

En el 2015, Confiteca decide desinvertir la participación que tenía en Confitecorp S.A., por lo que vendió su participación por el valor registrado en libros. Desde noviembre 2010, Confitecorp S.A., se encarga 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. Sin embargo, la Administración decidió discontinuar dicha inversión debido a que esta línea de productos no está alineada al enfoque de consumo masivo buscado por la Compañía. Se estima esta Compañía dejará de consolidar balances a finales del año.

La empresa Dulce Candy se encuentra enfocada a impulsar el negocio retail, mas la misma ha reportado los tres últimos años pérdidas por lo que entró en causal de disolución como lo indica la ley. Al respecto, la Administración decidió fusionar esta compañía a Confiteca y hacerla parte de sus líneas de negocio. Dicha fusión se llevará a cabo en el año 2016.

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 sí 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.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

CONFITECA C.A. ESTRUCTURA ACCIONARIA				
Al 31 OCTUBRE 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 dividendos con respecto a las utilidades del año inmediato anterior.

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 presencia en mercados internacionales y a mantener su posicionamiento en el ámbito local, obteniendo logros positivos en los dos objetivos.

El personal administrativo-gerencial está conformado por profesionales con trayectoria dentro de la compañía y tienen un 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 permitan 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, así como cambios en procesos operacionales, que buscan una mayor eficiencia operativa, han mejorado el margen el último año.

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 octubre 2015. Además se analizan los estados financieros de los años 2012 a 2014 de Confiteca C.A. auditados por la compañía auditora Deloitte & Touche y los

consolidados de Confiteca C.A. y subsidiarias, del 2012 al 2014, presentados por la misma auditora. 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 2016. 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.

Salvo que se indique lo contrario, las cifras incorporadas a lo largo del informe son consolidadas.

Gestión Operativa y Tendencias

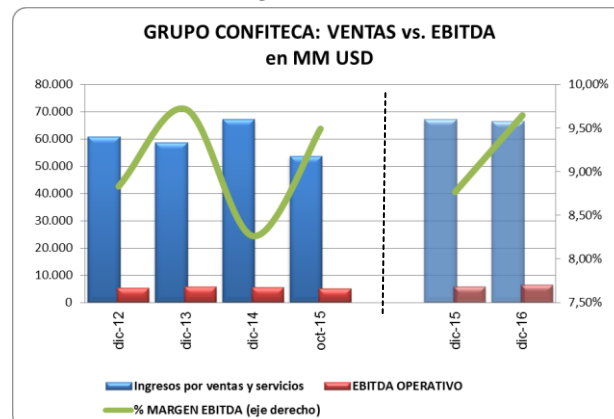
	dic-12	dic-13	dic-14	oct-15
Ventas				
CONFITECA	60.042	57.469	62.806	49.732
	98,5%	97,7%	93,4%	92,5%
GRUPO	60.957	58.838	67.260	53.758

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 con la incorporación de la Compañía Sabijers, que se ha afianzado en los años 2014 y 2015.

La generación de EBITDA se concentra en Confiteca C.A. aunque su participación se reduce en los años 2014 y 2015 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 el año 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 que se relacionan a la competencia, la política de precios, la eliminación de líneas con márgenes bajos, limitaciones en las ventas de chicles por regulación en las escuelas y a la demora en el lanzamiento de productos nuevos.

Para el año 2015, la empresa estimaba inicialmente un crecimiento en ventas de alrededor del 5% en las líneas de productos de Confiteca y un 8% para sus empresas subsidiarias. Sin embargo, la apreciación del dólar americano quitó competitividad a la línea de negocios internacionales, que se ha contraído en aproximadamente 20%. En el mercado local la empresa estima un crecimiento de 4% para el 2015.

A pesar de una coyuntura económica esperada para el próximo año, esperamos que Confiteca pueda impulsar sus ventas locales a través de estrategias de innovación e impulso comercial.

Con estos antecedentes, en las proyecciones consolidadas hemos considerado un crecimiento en ventas de 0% para 2015 y de -1% para 2016, que recogen los hechos explicados anteriormente.

Gráfico 6



Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Proyecciones ajustadas por BWR.

Elaboración: BWR. EBITDA Operativo a octubre-2015 está anualizado.

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. También el enfoque de la organización se orienta a mejorar márgenes vía recorte de gastos y eliminación de productos que no generan margen, que han logrado mejorar el margen EBITDA durante el 2015 a pesar del

rezago en ventas. Adicionalmente, vía costo se obtiene un mejor rendimiento a través de mejores precios en una de sus principales materias primas, el azúcar.

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 aporta positivamente al grupo, dentro de una escala de negocio más pequeña que Confiteca. La mayoría de las demás empresas que conforman el grupo son relativamente nuevas y no generan todavía un resultado operativo positivo, a excepción de Snack Salud que a octubre del 2015 presenta resultados positivos por USD 2.3M.

En el 2015 el EBITDA de Confiteca se ha visto 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 afianzar con el proceso de alivianar costos y gastos de producción que son apoyados en maquinarias más eficientes y sistemas tecnológicos avanzados. Además, se esperan también resultados positivos de la reestructuración de procesos, en donde se espera mejorar la proporción que existe de costos variables.

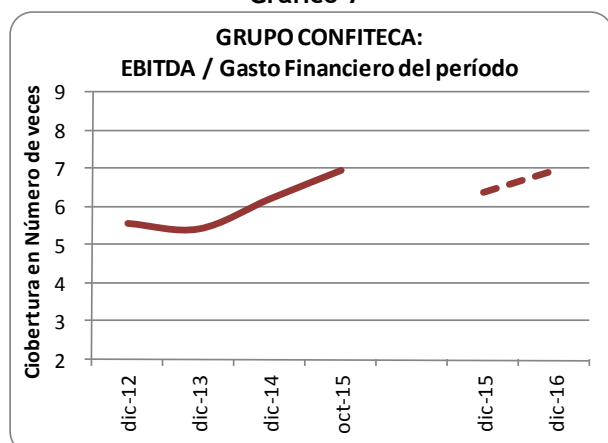
Los niveles de eficiencia operativa se mantienen relativamente estables, el gasto operacional en función de las ventas representó en promedio aproximadamente el 33% en los últimos tres años (32.5% octubre 2015).

El margen EBITDA muestra valores positivos para los siguientes años a pesar que se han ajustado las perspectivas de ventas, además de tomar en cuenta la estructura aún pesada de gastos de operación.

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



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 25.5% a octubre-2015. En este año la empresa pagó alrededor de USD 717M de determinaciones de impuestos de años anteriores acogiéndose a la amnistía tributaria vigente.

El resultado final consolidado a octubre-2015 es de USD 1.8MM. Bajo estimaciones conservadoras estimamos que la utilidad neta termine cerca de los USD 1.4MM. Bajo esta perspectiva, los indicadores de rentabilidad de la empresa se mantendrán en niveles atractivos.

Estructura del Balance Consolidado

ACTIVOS

	dic-12	dic-13	nov-14	dic-14	oct-15
Total Activo Corriente	53,7%	56,9%	59,0%	57,2%	56,5%
Fondos Disponibles	5,5%	5,0%	3,5%	5,8%	4,0%
CxC Comerciales	23,9%	25,3%	32,3%	29,5%	27,9%
Inventarios Neto	20,4%	21,3%	17,8%	17,8%	19,9%
Otras cuentas por cobrar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos anticipados	3,8%	5,3%	5,5%	4,1%	4,7%
Total Activo No Corriente	46,3%	43,1%	41,0%	42,8%	43,5%
Propiedades	43,7%	40,5%	35,0%	36,3%	35,7%
Inversiones Emp. Relac.	0,2%	0,3%	2,9%	0,4%	0,6%
Activos Diferidos	2,3%	2,3%	3,0%	1,8%	2,7%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

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

PASIVOS

	dic-12	dic-13	nov-14	dic-14	oct-15
Total Pasivo Corriente	37,0%	41,8%	37,3%	35,6%	40,0%
Deuda Financiera CP	13,9%	18,6%	10,1%	10,2%	11,4%
Deuda Comercial	15,4%	14,0%	12,2%	14,0%	10,9%
Otros Pasivos CP	7,7%	9,2%	15,0%	9,5%	17,7%
Total Pasivo LP	21,0%	12,7%	15,8%	17,9%	12,4%
PATRIMONIO	42%	46%	47%	46%	48%

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

	dic-12	dic-13	nov-14	dic-14	oct-15
Deuda Financiera Total					
CONFITECA	14.610	12.792	11.019	10.694	9.467
	100,0%	100,0%	99%	99%	99%
GRUPO	14.610	12.792	11.138	10.834	9.595

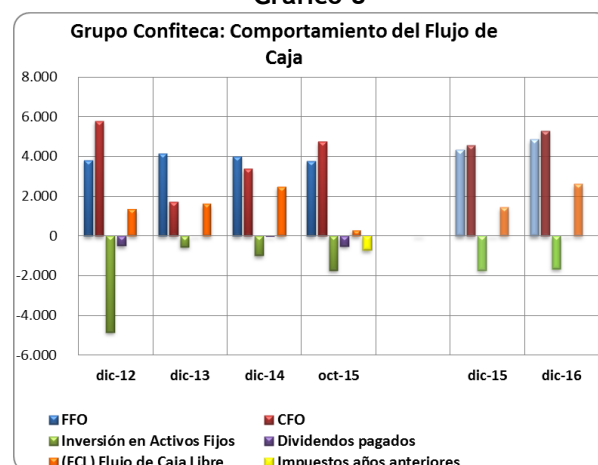
Fuente: Confiteca C.A. y Subsidiarias. Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Desde el 2011 Confiteca ha sido generadora de flujos de caja positivos que le han permitido disminuir paulatinamente su nivel de endeudamiento en términos absolutos y relativos.

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 recursos requeridos. 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.

Durante el 2015, Confiteca realizó desembolsos por concepto de regalías (USD 1MM) e impuestos de años anteriores (USD 717M). Por otro lado, las compañías relacionadas realizaron pagos por dividendos por USD 440M.

La Compañía se encuentra analizando la posibilidad de reducir o eliminar el pago de regalías a futuro; no obstante, un pago menor se compensaría con mayores dividendos pagados, por lo cual no se espera que esta decisión tenga un efecto en la capacidad de pago de Confiteca.

La empresa no contempla realizar inversiones



importantes en el periodo 2015 para reemplazar maquinaria y/o hacer mantenimientos, sino únicamente aquellas que permitan obtener créditos 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 del 2016 se considera el pago restante de USD 1MM que debe realizar en 2016 por la compra de la empresa Sabigers e inversiones por alrededor de USD 1.8MM adicionales.

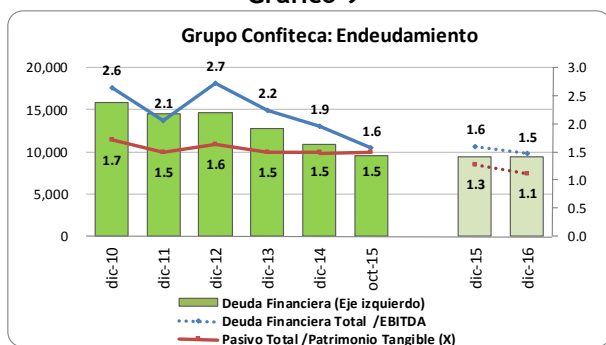
A la fecha de corte Confiteca y Subsidiarias alcanza un flujo de caja operativo (CFO) de USD5.7MM. Luego de inversiones en activos fijos y gastos de inversión y desarrollo y pago de regalías, el Grupo alcanza un flujo de caja libre (FCL) de USD 296M que fue utilizado junto a los fondos disponibles para reducir la deuda financiera en USD 1.2MM. El comportamiento de Confiteca en forma individual es muy similar.

En cuanto al manejo de inventarios, su optimización ha sido un objetivo de la administración y la rotación del mismo depende la estrategia de stock de la compañía. Para el último trimestre se observa un ligero aumento en días de inventario que se espera se ajuste en los siguientes meses.

Se esperaría que las necesidades de mayor capital de trabajo por un crecimiento en ventas sean puntuales en ciertas épocas del año y en términos generales las rotaciones se mantengan en niveles similares al 2014.

Dadas las condiciones históricas analizadas, el posicionamiento de la Compañía, la consistencia de las decisiones tomadas y variables predecibles en sus principales indicadores, estimamos probable que se mantengan las perspectivas positivas en cuanto a la generación del EBITDA.

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

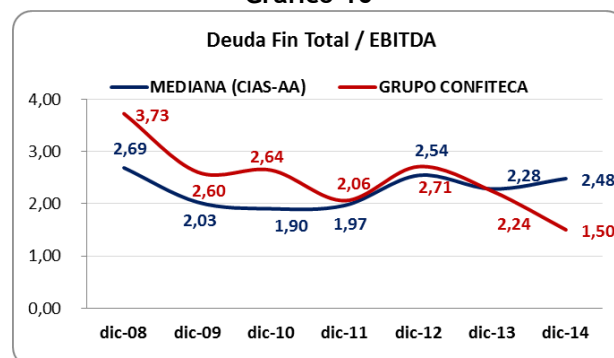
endeudamiento financiero se registró en el 2008, cuando se necesitó financiar un alto nivel de inversiones en CAPEX. Posteriormente la deuda se reduce gracias a la generación positiva y al no pago de regalías ni dividendos en los años en que la empresa requirió mayor inversión en activos fijos.

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 1.9 en diciembre 2014. Para octubre 2015 se ubica en 1.57. Con respecto a la solvencia patrimonial, esta se mantiene similar al 2014. Presenta una mejora en el mismo período y al promedio histórico.

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 similar, con la misma tendencia que en las cifras consolidadas. La relación Deuda financiera total sobre EBITDA a octubre-2015 es también de 1.57 veces. La relación de pasivo sobre patrimonio tangible es 1.5, que refleja 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 octubre-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 al menos durante el plazo de vigencia de la emisión calificada el nivel de endeudamiento en relación a su capacidad de generación se mantenga relativamente estable dentro del rango de 1.0 a 2.0 veces.

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. Actualmente la deuda financiera de corto plazo representa 61% (48% a diciembre-2014).

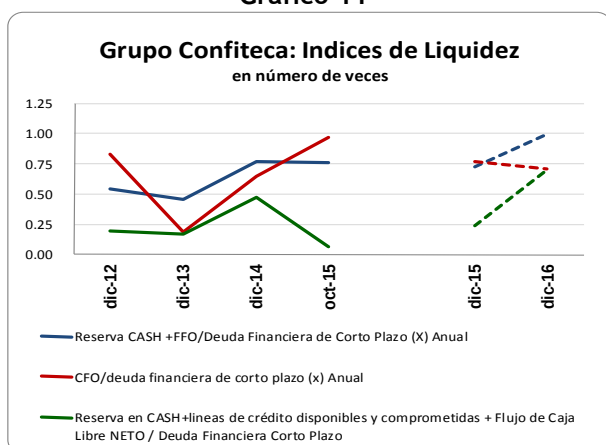
La emisión de obligaciones vigente tiene un saldo de capital de USD 300M que vence el 2 de marzo del 2016. Este pasivo representa únicamente el 1.14% del pasivo total a octubre-2015.

El resto de la deuda financiera pertenece a instituciones financieras locales. De los USD 9.5MM de deuda financiera vigente a octubre, el 68.7% tiene respaldo de activos pignorados y el 31.3% restante ha sido otorgado sobre firmas. La deuda financiera bancaria tiene tasas que van desde el 7.8% al 9% y con plazos de hasta cuatro 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 9.5% del pasivo total. Según información del auditor externo y de la Administración, la Compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión en función de ellos.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUEDEZ

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. A octubre-2015 la empresa ha cubierto los requerimientos de liquidez del año. Para el 2016 se espera que la empresa continúe generando un flujo importante, que le permitiría cubrir un 44% de la deuda financiera de corto plazo. Por tanto, se considera que la posición de liquidez de la empresa es sólida.

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 si es necesario. No obstante, la Compañía requeriría refinanciar su

deuda de corto plazo. Al respecto la Compañía analiza varias fuentes de financiamiento, aunque cuenta con buenas relaciones y reputación en la Banca local.

Históricamente Confiteca ha demostrado su capacidad de refinanciar la deuda en el sistema financiero. La flexibilidad financiera y estratégica de la empresa mitiga el riesgo de refinanciamiento dentro del entorno económico complejo que vive el país.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

Confiteca C.A. Oct-2015

Activo Líquido	1,171
Activo ajustado en caso de liquidación	43,774
Activo Total	51,041

PRELACIÓN	DESCRIPCIÓN	Pasivo + contingentes tributarios	Pasivo Acum	Cobertura Activos Líquidos	Cobertura Activos Ajustados
Primera prelación	impuestos, IESS, empleados	5,647	5,647	0.21	7.75
Segunda prelación	deuda con garantía específica de balance	3,002	8,649	0.14	5.06
Tercera prelación	deuda sin garantía específica de balance	18,097	26,746	0.04	1.64
TOTAL		26,746	26,746	0.04	1.64

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.

De acuerdo a la certificación del representante de las obligaciones calificadas, Confiteca ha cumplido con sus compromisos de pago hasta el mes de corte del presente informe, y ha cumplido 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 octubre 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.

Calidad de Activos

No existen consideraciones de alto impacto sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión. A la fecha de nuestra revisión, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, representando los fondos disponibles, cuentas por cobrar e inventarios un 48.6% del total de activos. Por otro lado, se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros y no financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsibles al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 52.6% corresponde a activos corrientes, de los cuales 27.1% corresponden a cuentas por cobrar, seguido por un 19.2% de inventarios (46.32% entre los dos conceptos del total de activos). El 6.26% del activo corriente corresponde fondos disponibles y gastos pagados por anticipado. Finalmente el 47.4% pertenece al activo no corriente, compuesto principalmente por el activo fijo (35% del total activos), cuya capacidad de ser liquidado, así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias

específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

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-12	dic-13	dic-14	oct-15
Resumen de Resultados			14,31%	
Ventas	60.957	58.838	67.260	53.758
% crecimiento	-10,5%	-3,5%	14,3%	-4,1%
MARGEN BRUTO (%)	36,6%	37,2%	37,2%	40,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.384	5.717	5.557	5.103
MARGEN EBITDA (%)	8,8%	9,7%	8,3%	9,5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.384	5.717	5.557	5.103
MARGEN EBITDAR (%)	8,8%	9,7%	8,3%	9,5%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.226	2.473	2.657	3.527
MARGEN EBIT (%)	3,7%	4,2%	4,0%	6,6%
Gasto Financiero del período	-966	-1.053	-894	-733
Impuestos a la renta	-618	-512	-659	-625
UTILIDAD NETA	1.559	1.384	1.554	1.789
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	2.781	2.482	2.997	2.052
Capital de Trabajo	14.503	16.061	17.092	19.048
Cuentas por Cobrar Comerciales	11.984	12.472	15.155	14.387
Inventarios	10.242	10.522	9.133	10.271
Cuentas por Pagar Proveedores	7.723	6.933	7.196	5.610
Deuda Financiera Total	14.610	12.792	10.834	9.595
Otros Pasivos	6.730	7.170	9.493	11.840
Patrimonio	21.068	22.456	23.883	24.507
Patrimonio Tangible	19.642	20.821	20.550	20.452
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	5.384	5.717	5.557	5.103
(-) Gasto Financiero del período	-966	-1.053	-894	-733
(-) Impuesto a la renta del período	-618	-512	-659	-625
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3.800	4.152	4.004	3.745
(-) Variación Capital de Trabajo	1.988	-2.457	-629	994
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	5.788	1.695	3.376	4.739
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	917	480	450	617
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-997
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-11	0	-119	-207
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-505	0	-1	-1.166
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-4.845	-564	-999	-1.742
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-234	-949
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.344	1.611	2.472	296
Margen de Flujo de Caja Libre %	2,2%	2,7%	3,7%	0,6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	37	-1.818	-1.958	-1.239
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	-92	0	0
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1.381	-299	514	-944
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.399	2.781	2.482	2.997
Indicadores				
FFO/Intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,93	4,94	5,48	6,11
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5,57	5,43	6,22	6,96
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5,57	5,43	6,22	6,96
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2,71	2,24	1,95	1,57
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2,20	1,80	1,41	1,23
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0,41	0,36	0,31	0,28
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,55	0,45	0,77	0,76
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,83	0,18	0,65	0,96
Reserva en CASH +líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0,19	0,18	0,47	0,06
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	0,19	0,17	0,47	0,06



CONFITECA CA

(Miles de USD)	dic-12	dic-13	dic-14	oct-15
Resumen de Resultados				
Ventas	60.042	57.469	62.806	49.732
% crecimiento	-11,8%	-4,3%	19,2%	-5,0%
MARGEN BRUTO (%)	35,6%	36,0%	35,5%	38,6%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.926	5.827	5.266	5.034
MARGEN EBITDA (%)	8,2%	10,1%	8,4%	10,1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.926	5.827	5.266	5.034
MARGEN EBITDAR (%)	8,2%	10,1%	8,4%	10,1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.929	2.275	2.415	3.532
MARGEN EBIT (%)	3,2%	4,0%	3,8%	7,1%
Gasto Financiero del período	-966	-1.053	-859	-723
Impuestos a la renta	-570	-471	-499	-515
UTILIDAD NETA	1.475	1.312	1.434	1.901
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	2.693	2.378	2.135	1.171
Capital de Trabajo	13.273	14.440	15.469	17.071
Cuentas por Cobrar Comerciales	12.320	12.518	14.457	13.842
Inventarios	10.165	10.425	8.779	9.801
Cuentas por Pagar Proveedores	9.212	8.503	7.767	6.572
Deuda Financiera Total	14.610	12.792	10.694	9.467
Otros Pasivos	5.826	5.583	9.165	10.707
Patrimonio	20.816	22.128	23.505	24.296
Patrimonio Tangible	17.845	19.103	17.113	17.029
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	4.926	5.827	5.266	5.034
(-) Gasto Financiero del período	-966	-1.053	-859	-723
(-) Impuesto a la renta del período	-570	-471	-499	-515
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3.390	4.303	3.908	3.796
(-) Variación Capital de Trabajo	2.426	-2.243	-2	802
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	5.816	2.060	3.906	4.598
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.082	561	377	604
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-997
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	-92	-362	-198
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-505	0	0	-1.110
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-5.003	-519	-876	-1.657
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-1.190	-976
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.390	2.010	1.855	264
Margen de Flujo de Caja Libre %	2,3%	3,5%	3,0%	0,5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	37	-1.818	-2.098	-1.227
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	0	0	0
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1.427	192	-243	-963
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.266	2.693	2.378	2.135
Indicadores				
FFO/intereses del período (FFO/INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,51	5,09	5,55	6,25
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	5,10	5,53	6,13	6,96
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5,10	5,53	6,13	6,96
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2,97	2,20	1,86	1,57
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2,42	1,79	1,49	1,37
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0,41	0,37	0,31	0,28
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,49	0,47	0,82	0,79
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,84	0,22	0,82	0,96
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0,20	0,22	0,39	0,05
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	0,22	0,39	0,05



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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa 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, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2015.