



Ecuador
Emisor

Confiteca C.A.

Calificación – Primer Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	AA	NR
Programa Papel Comercial	AA	AA	NR

Resumen Financiero

USD Millones	dic-08	dic-09	dic-10	may-11
Activos	48.51	42.90	45.17	42.96
Ventas	62.63	60.88	64.75	24.91
Margen EBITDA (%)	8.17	8.84	9.70	10.13
ROA (%)*	1.79	2.79	3.73	4.60
Capitalización (%)	56.42	47.09	47.38	42.58
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	5.68	3.93	3.44	2.82

*Ventas a May-11 anualizadas.

(x) Indicador en número de veces.

Programa Papel Comercial	
Emisor:	CONFITECA C.A.
Monto:	USD 2'000.000,00
Monto Colocado:	USD 2'000.000,00
Monto Circulación:	USD 2'000.000,00
Fecha Autorización:	11/02/2011
Fecha Primera Colocación:	02/03/2011
Fecha Vencimiento Programa:	19/02/2013
Plazo programa:	720 días
Rendimiento estimado:	6% anual
Plazo cupón:	180 días
Pago de Interés:	Cero cupón, negociado con descuento
Amortización:	Al vencimiento
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:	Banco Pichincha C.A.
Representante Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

Contactos

Patricia Pinto de Baus, Ecuador.
593-2 222-323
pintop@bankwatchratings.com
María Sol Merino, Ecuador.
mariasol.merino@bankwatchratings.com
593-2 222-323

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

Con base en el estado financiero consolidado auditado de diciembre 2010 y estado financiero interno consolidado e información adicional con corte a mayo 2011, de **Confiteca C.A. y Subsidiaria**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de “AA” al Programa de Papel Comercial que se analiza en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de “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”.

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

La calificación incorpora las fortalezas de la empresa que le permiten generar retornos y flujos suficientes para fomentar el negocio en marcha y cumplir con las obligaciones adquiridas aún en circunstancias adversas predecibles.

La administración de Confiteca C.A. y subsidiarias está conducida por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y de manejo ha sido adquirida dentro del Grupo, además está consolidada por la experiencia de los directores de la compañía que representan a los accionistas.

El importante posicionamiento de la empresa, de sus marcas y sus productos en los distintos mercados constituye fortalezas importantes, al igual que la diversificación geográfica de sus mercados. La red de distribución que han logrado establecer, ha constituido una herramienta primordial en la consolidación del negocio.

Confiteca C.A. es generadora de EBITDA positivo, vulnerable a las fluctuaciones de los precios de las materias primas, no obstante, históricamente los ingresos han sido importantes y suficientes para cubrir los gastos operativos. La estructura operativa es pesada pero tiene un componente variable significativo el cual puede ser ajustado según las condiciones del margen bruto de ventas.

La compañía mantiene a esta fecha un apalancamiento moderado con perspectiva decreciente frente al patrimonio y frente al nivel de generación, como se esperaba de acuerdo a las proyecciones. El endeudamiento del grupo ha disminuido en obligaciones financieras y proveedores, y la generación operativa presentó una recuperación por sobre lo esperado en el 2010. La Administración prevé que la situación se mantendría durante el 2011.

La disminución de la deuda total y la restructuración de las obligaciones financieras hacia largo plazo, alivianan el requerimiento de liquidez corriente, por lo que a la fecha de análisis, con el Flujo de Caja Libre podrían cancelar todas sus obligaciones financieras de corto plazo. Sin embargo, el Flujo de Caja Libre está sujeto a las necesidades de capital de trabajo que surjan en el segundo semestre y a las decisiones que se tomen en cuanto a inversiones en CAPEX.

En cualquier caso, consideramos que la generación de flujos de la empresa mantendría una tendencia positiva, aunque su tasa de crecimiento sería volátil de acuerdo al comportamiento histórico; y que la necesidad de refinanciamiento de la deuda de corto plazo no sobrepasaría el 60% por año, de acuerdo a lo proyectado. El riesgo de refinanciamiento, en situaciones normales de liquidez en el sistema, se mitiga gracias a que la empresa es considerada como un buen sujeto de crédito y a la disponibilidad de cupos en las líneas de crédito otorgadas.

ANÁLISIS FODA

Fortalezas

- Administración profesional con vasta experiencia en los negocios de la compañía.
- Posicionamiento firme y claro de las marcas y del nombre de la compañía en los países en donde incursiona.
- Importante participación en el mercado local.
- Cadena de distribución bien establecida.
- Capacidad para innovar y variar los productos para adecuarse a los mercados.
- Diversificación y baja morosidad en el portafolio de cuentas por cobrar.
- Diversificación geográfica interna y hacia otros países.
- Relaciones comerciales y financieras estables.

Oportunidades

- Estrategia comercial enfocada a priorizar segmentos de mercado y línea de productos a nivel local.
- Optimización de la red de distribución.
- Reestructuración y ampliación del plazo del pasivo financiero.

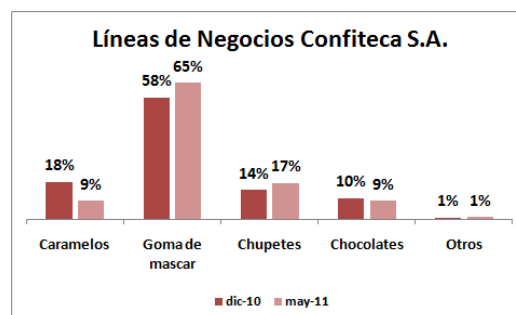
Debilidades y Amenazas

- Apalancamiento moderado en relación al patrimonio, y frente al nivel de generación.
- Moderada sensibilidad de los márgenes en los precios de la materia prima por efectos externos (climatológicos, volúmenes producción y demanda local y mundial, aranceles locales e internacionales).

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

Confiteca C.A., se constituyó en 1963, es una compañía ecuatoriana, dedicada a la producción, comercialización y distribución de caramelos, gomas de mascar y chocolates en el mercado nacional e internacional.

Por el volumen de ventas la compañía está considerada como una empresa de tamaño mediano en el país; genera un importante margen de ventas y adecuado retornos.



Fuente: Confiteca C.A.

Elaboración: BWR

La compañía se especializa en tres líneas de confitería: gomas de mascar, chupetes, y caramelos (blandos, duros, y el más reciente, caramelo comprimido). Dentro de chocolates manejan la línea de chocolate con juguete, chocolates, bombones, y una línea relativamente nueva, chocolate orgánico gourmet. Menos del 1% de los ingresos provienen de la distribución de productos distintos a los elaborados por la empresa.

En total son catorce marcas las que representan, cinco de ellas generan el 80% de las ventas (Agogo, Katatoom, Plop, American, Jazz). Los productos de la compañía están en la etapa de madurez en la mayoría de los segmentos de mercado en los que se encuentran. Todas las líneas tienen una sensibilidad moderada a la variación del precio y al comportamiento del costo de las materias primas nacionales e internacionales.

Las condiciones anteriormente descritas son en parte mitigadas por el buen posicionamiento local e internacional alcanzado por los productos, resultado de la calidad, versatilidad e innovación. Localmente se debe también a la fortaleza en el sistema de distribución y comercialización.

La planta industrial de la compañía en el país tiene una capacidad utilizada promedio del 80% y en líneas específicas superan el 90%, en épocas de alta estacionalidad en producción. La versatilidad en los productos se fundamenta en la tecnología utilizada que les permite ser flexibles en peso y tipo de producto.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Confiteca C.A., forma parte del grupo empresarial Confiteca, conformado por empresas que tienen el mismo fin productivo y comercial que Confiteca C.A., relacionadas con éstas por accionistas, y con las cuales mantiene relaciones comerciales y de servicios en

condiciones de plena competencia, según las revelaciones del auditor externo en el informe de precios de transferencia 2009.

Confiteca como grupo opera principalmente en el continente Americano. Las compañías relacionadas tienen operaciones sustentables, con políticas independientes, y financiamiento local. Comparten sinergias en proveedores, publicidad, tecnología, no obstante, cada empresa asume sus compromisos.

En Ecuador Confiteca C.A., es propietaria de dos compañías. Confitecorp S.A., que se encarga de comercializar y distribuir los productos del accionista, para lo cual han establecido un contrato de servicios. Confitecorp S.A., no genera resultados, recibe de Confiteca los honorarios suficientes para cubrir la operación.

Confitecorp S.A., fue constituida para encargarse de las actividades de exportación de Confiteca C.A., pero no se concretó ese fin, por lo que estuvo inactiva hasta octubre del año pasado. Desde noviembre 2010 la compañía se encarga de un nuevo negocio, cafeterías bajo la marca República de Cacao. La compañía es administrada bajo las directrices del grupo empresarial, es decir, políticas independientes y operación sustentable. La inversión y la pérdida operativa de USD 21 M, a may-11, no son representativas para Confiteca. El punto de equilibrio se conseguirá hasta fines de este año.

Las marcas que produce Confiteca pertenecen a una empresa relacionada establecida en Costa Rica (Western Intertrade). Por el uso de ellas Confiteca debe pagar una comisión sobre las ventas que según el contrato estaría entre el 4% y el 5%. Ha habido circunstancias en las que se ha acordado no pagar el mínimo establecido. Históricamente, el pago de regalías no ha excedido el 4.5%. El pago por este concepto se lo realiza conforme la ley tributaria, es decir, con retención del 25% del impuesto a la renta y el pago del impuesto a la salida de capitales.

■ ACCIONISTA Y SOPORTE

ACCIONISTAS	Part. %	Nacionalidad	Accionista Principal Personas Jurídicas
WW Cosmos Enterprises CR. S.A.	46.84%	Costarricense	International House of Chocolates and Chewing Gums, S.A. *
WW IDS Financial Services CR. INC. S.A.	45.28%	Costarricense	Fantasy Candies Chocolates and Chewing Gums Enterprises Limited, S.A.*
Michael Succar Hampton	2.99%	Peruano	
Mauricio Chiriboga Cordovez	1.38%	Ecuatoriano	
Fernando León Ríos	1.23%	Peruano	
Gonzalo Karolys Martínez	0.27%	Ecuatoriano	
Otros 51 accionistas	2.02%	Ecuatoriano	
TOTAL CAPITAL SOCIAL		7.932	
(Miles de USD) May- 2011			

* Constituidas en Islas Vírgenes Británicas.

Fuente: Confiteca C.A.

Elaboración: BWR

La estructura accionarial se mantiene concentrada en la familia fundadora de Confiteca. A may-11 mantienen el 92% de las acciones de la compañía a través de un Fideicomiso de Administración que a su vez pertenece a WW Cosmos Enterprises CR. S.A. y WW IDS Financial Services CR. Inc. S.A.

El protocolo familiar administrado por el mencionado fideicomiso exige buenas prácticas de gobierno corporativo, como por ejemplo que los miembros de la familia que son parte activa de la organización y ostentan posiciones, cuenten con capacitación profesional consistente al cargo y experiencia adquirida dentro del grupo. Desde el 2009, la segunda generación preside el comité corporativo del grupo.

El soporte de los accionistas a la compañía se ha demostrado en la capitalización anual de una parte de los resultados generados. Se espera continúe en el tiempo, conforme la planificación de largo plazo de la compañía.

■ GOBIERNO CORPORATIVO

ADMINISTRACIÓN

La Junta Directiva y la Gerencia General Corporativa son los órganos cabeza en Confiteca. Están conformados por los representantes de los accionistas que tienen a cargo la definición de estrategias y políticas macros, en el corto, mediano y largo plazo.

La Gerencia General y demás equipo de administración, está conducida principalmente por profesionales independientes a los accionistas, cuya trayectoria de al menos quince años en la empresa, ofrece un soporte técnico adecuado para el cumplimiento de las estrategias.

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

■ ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La organización administrativa de Confiteca es formal, lineal, y descentralizada (la autoridad de toma de decisiones se delega en la cadena de mando hasta donde sea posible).

La gerencia general y las nueve gerencias operativas se guían por una planificación estratégica y objetivos anuales establecidos por la Gerencia General Corporativa (perspectiva del grupo).

En mayo de este año el número de empleados directos de Confiteca es 1058. Cíclicamente la nómina crece en el último trimestre de cada año, por tener mayor requerimiento de turnos de producción.

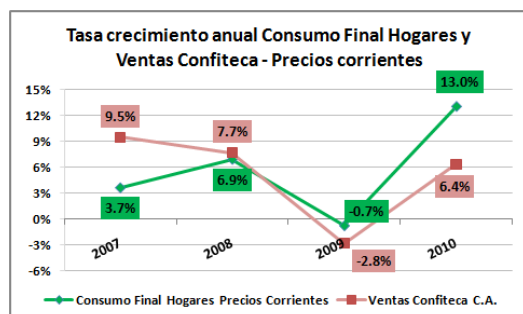
Históricamente no han tenido problemas laborales. Cada dos años renuevan un contrato colectivo con los empleados. Entregan además beneficios adicionales a sus colaboradores.

La provisión para jubilación patronal se encuentra al día, se la realiza con base en un estudio actuarial.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 1.

RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: BCE, Compañía. Precios corrientes.

Elaboración: BWR

La demanda de productos alimenticios como la confitería y chocolates es vulnerable a las condiciones económicas, las preferencias, competencia, y las fluctuaciones de precios de los alimentos. El mercado es muy sensible a los precios por lo que el manejo de los mismos es crítico.

Aproximadamente un 15% del costo de ventas de la industria representa el azúcar cuya volatilidad en el precio es muy importante dependiendo principalmente de la oferta y la demanda. Desde el 2007 y hasta la presente fecha, el precio de esta materia prima ha mostrado una sólida tendencia al alza. De acuerdo a expertos, este comportamiento agresivo en el incremento del precio del azúcar se mantendría en el mediano plazo, debido a razones climáticas y mayor demanda.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

LINEAS	MARCAS	PRODUCTOS	POSICIÓN MERCADO ECUADOR	COMPETENCIA EN ECUADOR
Gomas de mascar	Tumix, Agogó, Kataboom	8	Primero, 52%	Adams, Arcor, Wrigleys, Otros
Caramelos	Melo, American, Cool Menta, Jazz, Zoom, Tafi, Candy Mandy	8	Segundo, 31%	Adams, Ferrero, La Universal, Otros, Arcor, Super, Cordialsa.
Chupetes	American, Plop, Kataboom, Mini Plop	5	Primero, 67%	Colombina, Aldor, La Universal, Otros, Arcor.
Chocolates	American, República del Cacao	5	Sexto, 8%	Nestlé, La Universal, Ferrero, Arcor, Cordialsa, Kraft Foods, Otros, Colombina.
Novalties (Novedades)	Chocotin, Aterra lenguas, Dedo ácido, Peluca loca, Dr. Blueshot	5	Segundo, 24%	Ferrero, Arcor, Colombina, Otros.
TOTAL	15	31		

Fuente: Confiteca C.A.

Elaboración: BWR

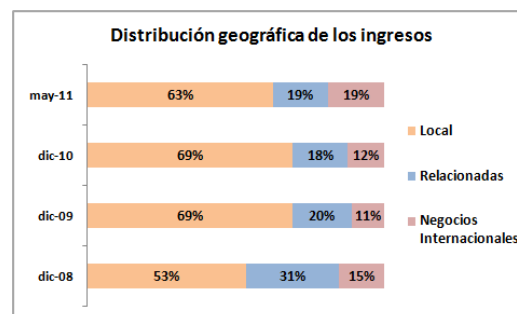
En el 2010 la empresa mantuvo un 47% de participación del mercado nacional de confites y chocolates, donde se generó el 69% de las ventas de ese año.

En ese ejercicio los ingresos de la compañía crecieron más que el presupuesto de 5.5%, gracias al posicionamiento de nuevas marcas en segmentos de mayor precio. También a su mix de productos que permite balancear el manejo de precios de acuerdo al mercado geográfico, segmentos de clientes, competencia. La gestión de ventas y cobranza es un pilar fundamental en el resultado alcanzado.

Localmente la compañía cuenta con una amplia red de distribución y cobranza, y un portafolio propio y amplio

de clientes (45.000 puntos a nivel nacional, incluye canales detallista, mayorista, autoservicios y líderes de opinión), que son una barrera de entrada para nuevos competidores al mercado de confites nacional, y una fortaleza para la compañía.

En el mercado internacional en el 2010 también consiguieron sostener representaciones históricas, tanto en plazas donde se encuentran compañías relacionadas por accionistas (Colombia y Perú), como en otros 28 países donde comercializan sus productos.



Fuente: Confiteca C.A.

Elaboración: BWR

Para el 2011 mantendrán la estrategia de posicionamiento de nuevos productos en el mercado local, en segmentos de mayor precio. Al tiempo de mejorar el nivel de ventas de negocios internacionales, logrando nuevos mercados e incrementando volúmenes en plazas ya conocidas.

De otro lado, administrarán aumentos de precios acorde con las circunstancias de los mercados.

Por el lado del costo de ventas buscan controlar su aumento a través de la rotación de los inventarios, y mediante alternativas de formulación de los productos sin alterar la calidad de los mismos.

Con el fin de obtener mayores resultados en las estrategias de eficiencia, en este periodo iniciaron un proceso de capacitación e implementación de manufactura flexible o "Lean Manufacturing", que esperan concretar hasta el ejercicio 2012.

Sostendrán el posicionamiento de las marcas y productos ejecutando el porcentaje de gastos en mercadeo y publicidad de aproximadamente 6.6% de las ventas.

ANÁLISIS FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Este análisis se realiza con base en los estados financieros consolidados auditados del año 2010 y el balance interno a mayo 2011, de Confiteca C.A. y Confitecorp S.A. Dichos balances están elaborados bajo las normas internacionales de contabilidad y las normas ecuatorianas de contabilidad.

De acuerdo con el cronograma que estableció la Superintendencia de Compañías para la implementación obligatoria de las NIIF, Confiteca C.A., las utilizará a

partir del 1 de enero del 2011, siendo el 1 de enero del 2010, su fecha de transacción.

Consideramos que la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera, tendría un efecto positivo sobre el patrimonio, resultante de la revalorización de los activos fijos. Los ajustes en otros rubros serían menores.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

El activo tiende a redistribuirse en el largo plazo por nuevas inversiones en activos fijos e intangibles, y especialmente, por una ampliación menor del activo corriente, como resultado de las estrategias de utilizar mejor los inventarios, y mantener una cobranza adecuada.

A diciembre 2010 y mayo 2011 los activos corrientes representaron el 63% y 60% del balance, los más representativos para la compañía son: Cuentas por Cobrar e Inventarios.

En las mismas fechas de comparación, las cuentas por cobrar son el 29% y 23% del balance; 74% son cuentas por cobrar a terceros y 26% a empresas relacionadas. Dentro de la porción de terceros hay una alta diversificación. Por las políticas de crédito y cobranzas obtienen una importante recuperación dentro de 30 días (82% promedio), los días totales de cuentas por cobrar son de corto plazo con tendencia decreciente (76 días a dic-10). Mantienen una morosidad de 3% en el portafolio con provisiones suficientes para atenderla. En los últimos cuatro años las bajas en este activo no han superado el 0.3% del rubro.

Los inventarios representan 25% y 24% de los activos. Aproximadamente 82% de los inventarios corresponden a materia prima, productos en proceso y terminados. La vida útil promedio es de un año. La rotación de inventarios ha fluctuado entre 3 y 4 veces por año; el nivel de obsolescencia es bajo. La Administración considera que los inventarios son fácilmente realizables.

El activo no corriente está conformando básicamente por los activos fijos; son el 36% y 39% del balance, de los cuales 74% corresponde a terrenos, instalaciones, maquinaria y equipo.

La capacidad instalada es utilizada en un 80% promedio, y en líneas específicas superan el 93%. La inversión en los últimos cuatro años ha sido de mantenimiento de la maquinaria (USD 1 MM anual) y renovación de la flota de camiones (sobre los USD 3 MM cada cinco a siete años). Por política financian estas inversiones a plazos medianos. Mantienen un buen crédito con el sistema financiero nacional.

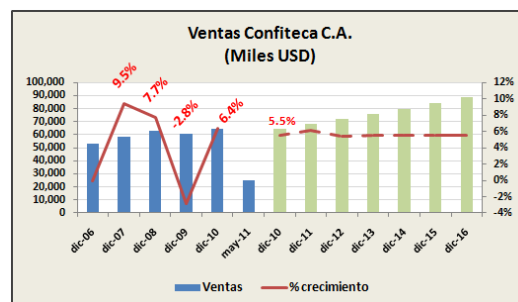
La maquinaria tiene la característica de adecuarse a cambios en las presentaciones de los productos, lo que les da flexibilidad de acoplarse a las condiciones de mercado.

Consistente con el manejo de los activos y conforme al objetivo de la emisión de obligaciones, el endeudamiento de Confiteca y subsidiaria, en mayo es principalmente de

largo plazo y menor a lo observado en su historia (60% frente a 61.4% en dic-10, 63% en dic-09).

Deuda Financiera y Proveedores son las fuentes básicas de apalancamiento externo de la compañía. La primera fuente se reduce en tamaño hasta un 49% del pasivo y se redistribuye a largo plazo. Proveedores es un apalancamiento estable de corto plazo que también tiende a reducirse; 52 días en dic-09, 48 días en dic-10.

GESTION OPERATIVA



Fuente: PyG real y proyectado de la compañía.

Elaboración: BWR

El grupo en Ecuador tiene una buena capacidad para generar ingresos y sortear circunstancias adversas de mercado y/o propias, gracias a la diversificación de productos y mercados, y una amplia cobertura (distribución).

El incremento en ventas del año 2010 por sobre lo proyectado se sustenta en estrategias consistentes y recurrentes. El 6.4% de aumento es próximo al crecimiento promedio de las ventas de 8.6% entre el 2006 y 2008, y supera significativamente la contracción de 2.8% del 2009.

Con el desarrollo anotado en los ingresos, mitigaron el incremento de 10% en el costo de ventas, generado por el aumento en el precio de materias primas en 13%, entre ellas el azúcar que creció en alrededor del 35%; costo laboral por no haber realizado aumento en el 2009; y depreciaciones por la inversión en vehículos que se realiza cada 5 años.

El margen bruto de 34.4% en este año, continúa siendo atractivo comparado con el 33.28% promedio de los cuatro últimos años. Alcanzar el margen planificado de 35.5% requiere un esfuerzo adicional que esperaríamos en el mediano plazo se concrete al profundizar las estrategias comerciales y de eficiencia en el costo.

Siendo además importante dada la probabilidad alta de que el precio de la materia prima siga subiendo, ocasionando mayor presión al margen bruto de ventas.

La estructura de gastos operativos sobre ventas mantuvo la representación promedio de los últimos cuatro periodos (29%), gracias al desarrollo positivo de los ingresos, y el no crecimiento de la estructura de gastos operativos, como resultado de control y prorrogación de gastos variables. Esto evidencia la posibilidad que tiene la compañía de ajustar los egresos operativos a las condiciones del margen bruto de ventas.

Cabe recordar que los egresos operativos se conforman en un 67% por gasto variable y 33% por egresos fijos.

Desde el 2011 volvería a incrementarse la estructura de egresos operativos, de acuerdo a las proyecciones de la compañía, en 5% promedio, es decir, dentro de lo sucedido históricamente.

Lo realizado con la estructura de gastos consolidó el margen EBITDA por sobre lo proyectado, como se observa en el siguiente cuadro:

PROYECCIONES DE LA COMPAÑÍA													
	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	may-11	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
MARGEN BRUTO	32.7%	31.6%	32.3%	36.5%	34.4%	36.1%	35.5%	35.6%	35.6%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
MARGEN EBITDA	7.14%	6.57%	8.2%	8.8%	9.7%	10.3%	9.0%	9.8%	9.8%	9.0%	8.3%	7.1%	7.2%

Fuente: Confiteca C.A.

Elaboración: BWR



Fuente: Confiteca C.A.

Elaboración: BWR

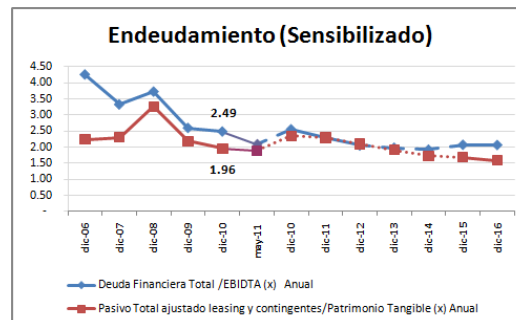
El EBITDA de mayo se sustenta en la recuperación del margen de ventas, resultado de utilizar mejor los inventarios, y de otros controles en el costo de ventas. Creemos que esto se mantendría hasta fin de año.

De otro lado, la concreción de un aumento en ingresos similar al 2010, que incorpora un segundo semestre representativo en ventas, vemos posible que el margen EBITDA de este año llegue al menos a lo proyectado.

En todo caso, en un escenario de EBITDA del 2010, el gasto financiero asumido por la empresa estaría cubierto en un promedio de 5 veces en los cinco años siguientes.

La rentabilidad aumentaría respecto a lo histórico. A este corte de análisis el ROA continúa por debajo de la media de la industria manufacturera. A diciembre 2010 y mayo 2011 el ROA de Confiteca y subsidiaria alcanzó el 3.7% y 4.6%, respectivamente.

ENDEUDAMIENTO



Fuente: Balance real y proyectado de la compañía.

Elaboración: BWR, sensibilización.

Desde el 2009 el endeudamiento se origina en inversiones de CAPEX.

La compañía mantiene un apalancamiento moderado frente al capital, y frente al nivel de generación, con tendencia decreciente como se esperaba en las proyecciones.

El gráfico muestra la disminución del endeudamiento de Confiteca C.A. y Subsidiaria, especialmente luego de colocar en este año 2011, el programa de papel comercial que se analiza en este informe, y una emisión de obligaciones generales por USD 6 MM. Con estos recursos se canceló y reestructuró deuda financiera hacia el largo plazo.

También incidió en la reducción de los indicadores de endeudamiento, la gestión adecuada de los inventarios, que conlleva al no crecimiento de proveedores.

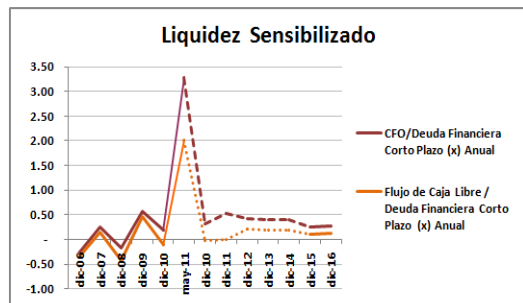
A mayo de este año la deuda financiera sobre capitalización se ubica en 42.5% (47% en dic-10) y 49% respecto el pasivo (56%). Con una representación sustancialmente mayor de las obligaciones financieras de largo plazo, al pasar de 28% a 62%, entre diciembre 2010 y mayo 2011.

Al reducir su apalancamiento la deuda financiera podría ser cubierta en aproximadamente dos años y medio con el EBITDA generado (dic-10), con tendencia a una recuperación más rápida conforme los datos de mayo 2011.

Para el indicador de apalancamiento sobre patrimonio no se ha considerado las garantías aduaneras que la compañía mantiene con la Corporación Aduanera Ecuatoriana, por haberse constituido en depósito industrial. La probabilidad de que se convierta en pasivo es muy pequeña considerando el tipo de contingente y el comportamiento histórico de la compañía en relación al mismo.

A mayo de este año el programa de papel comercial y la emisión de obligaciones han sido colocadas en su totalidad. Estas obligaciones no han entrado en plazo de amortización de capital. Representan 31% del pasivo y 63% de la deuda financiera.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



Fuente: Balance real y proyectados de la compañía.
Sensibilización por: BWR

En los periodos analizados el flujo de caja operativo (CFO) generado por la compañía muestra ser volátil, y cíclico dependiendo de las variaciones en el capital de trabajo que se relacionan principalmente a la necesidad de financiar cuentas por cobrar, inventarios, pago de regalías. Estas necesidades fluctúan dependiendo del crecimiento de las ventas y del comportamiento de los precios de las materias primas.

Como muestra el gráfico las relaciones de liquidez se ven totalmente favorecidas por la recomposición de la deuda financiera, más allá de las proyecciones, especialmente en el balance interino de mayo. Se espera que las relaciones de liquidez sigan positivas hasta final de año considerando además, expectativas de la Administración de no incrementar apalancamiento con proveedores, debido a una gestión más eficiente de inventarios.

Con la nueva estructura de pasivos y el nivel esperado de Flujo de Caja, la compañía no tendría necesidad de refinanciamiento en el corto plazo. La Calificadora seguirá observando la consistencia de este manejo positivo para la compañía. En caso de no mantenerse lo anotado, la empresa requeriría refinanciar las obligaciones financieras en alrededor del 60%, conforme lo esperado en las proyecciones realizadas por las compañías hace seis meses.

La cobertura de la porción corriente y la de toda la deuda de corto plazo con el flujo de caja operativo (CFO) sería de 1 vez en el 2011.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo, se mitiga por el posicionamiento de la compañía y de los accionistas internacionalmente y en el país y por su prestigio en el sistema financiero.

A la fecha Confiteca C.A. mantiene cupos de crédito disponibles por USD 15,2 MM de un total de USD 20 MM.

GARANTÍA

La emisión de obligaciones y papel comercial emitidos por la compañía y que se encuentran en el mercado de valores tienen garantía general. Los activos libres para constituirse en garantía, de acuerdo a la regulación vigente corresponden a los activos totales de Confiteca C.A., excluidos los activos diferidos, los activos pignorados.

A Mayo-11 la estructura de la garantía general, es la siguiente:

ACTIVOS USD Miles CONFITECA C.A.	May-11	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	2,238	2,238			2,238
Cuentas por Cobrar Comerciales	10,000		10,000		10,000
Inversiones Temporales	-		-		-
Inventarios	10,336	3,141	7,195		7,195
Gastos anticipados y otras cuentas por cobrar	2,595		2,595		2,595
Propiedades	16,883	8,466	8,417		8,417
Inversiones LP	352		352		352
Activo Diferido	-		-		-
Otros Activos	333		333		333
ACTIVO TOTAL	42,737	11,607	31,130		31,130
Emisión de Obligaciones en Circulación					6,000
Programa Papel Comercial en Circulación					2,000
Cobertura de garantía general (No. Veces)					3.89

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos susceptibles de ser considerados como garantía general. Cuantitativamente la garantía cubre en 3.89 veces la obligación de Papel Comercial y Emisión de Obligaciones Generales.

La emisión de obligaciones y el papel comercial tienen último grado de prelación en caso de liquidación.

■ RESGUARDOS

A la fecha de este análisis los resguardos establecidos para la emisión de obligaciones y el programa de papel comercial han sido cumplidos.

Según la Circular de Oferta Pública del Papel Comercial y la Escritura de la Emisión de Obligaciones, los resguardos de endeudamiento serán los siguientes:

1. 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.
2. Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 3.0.
3. Mantener una relación Pasivo total ajustado / Patrimonio tangible inferior a 2.5.
4. Mantener una relación FFO / Deuda financiera de corto plazo superior 0.4.
5. Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los obligacionistas.
6. La compañía se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora; y,
7. Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo que establece el artículo 13, de la sección I, capítulo III, del subtítulo I, título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, y según lo establece el artículo 2 de la sección I del capítulo IV del subtítulo I del título III de la misma Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

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. El seguimiento a los resguardos iniciará a partir del ejercicio fiscal iniciado en enero 2011.

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.

Glosario:

EBITDA = Ventas (-) Costos de Ventas (-) Gastos operativos totales (-) 15% participación trabajadores (+) Depreciaciones y Amortizaciones

Pasivo total ajustado = Pasivo total (+) Contingentes

Patrimonio tangible = Patrimonio total (-) Cuentas por cobrar compañías relacionadas corto y largo plazo (-) gastos pagados por anticipado (-) inversiones en compañías relacionadas (-) inversiones no corrientes.

FFO: Flujo de fondos operativo = EBITDA (-) gastos financieros (-) pago de impuesto a la renta.

FLUJO DE FINANCIAMIENTO FINANCIERO NETO: es igual a desembolsos menos amortizaciones de endeudamiento contraído con el sistema financiero y mercado de valores.

FLUJO DE INVERSIÓN: es igual a gastos de inversión (adquisición de activos fijos, inversiones de largo plazo y cargos diferidos).

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

El programa de papel comercial y la emisión de obligaciones que se analizan en este informe, son las primeras experiencias de la empresa en el mercado de valores ecuatoriano.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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.

■ ANEXO No.1

■ ENTORNO MACRO ECONÓMICO

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD Mill 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB %	32.3	30.2	25.2	19.2	15.3
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.6	prov3.71
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.2	-0.1	-1.1	-4.8	-1.50
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinería de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el

decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITCH	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Preocupa principalmente la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye una amenaza para el sector real de la economía.

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones

mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100,00) y los desembolsos de los créditos externos.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador
Elaboración: BWR

CONFITECA C.A. Y SUBSIDIARIA CONFITECORP S.A.

(Miles de USD)	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	may-11
RESULTADOS						
Ventas	53,130	58,160	62,630	60,878	64,749	24,907
% crecimiento	n/d	9.5%	7.7%	-2.8%	6.4%	-7.7%
Costos	-35,766	-39,768	-42,413	-38,633	-42,494	-15,924
% crecimiento	n/d	11%	7%	-9%	10%	-10%
MARGEN BRUTO (%)	31.64%	32.28%	36.54%	34.37%	36.07%	
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,791	3,824	5,114	5,383	6,283	2,524
MARGEN EBITDA (%)	7.14%	6.57%	8.17%	8.84%	9.70%	10.13%
EBITDA OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,791	3,824	5,114	5,383	6,283	2,524
MARGEN EBITDA (%)	7.14%	6.57%	8.17%	8.84%	9.70%	10.13%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	2,365	2,181	2,132	2,436	3,440	1,488
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,426	1,643	2,982	2,947	2,843	1,036
MARGEN EBIT (%)	2.68%	2.82%	4.76%	4.84%	4.39%	4.16%
Gasto Financiero del período	-992	-1,123	-1,534	-1,460	-1,172	-460
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.87%	1.93%	2.45%	2.40%	1.81%	1.85%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	n/d	7.78%	9.65%	8.83%	7.90%	7.78%
Impuestos a la renta	-144	-191	-228	-352	-554	-186
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	17.58%	17.87%	22.29%	21.65%	25.20%	18.04%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	40.02%	43.99%	0.00%	7.25%	20.45%	37.60%
UTILIDAD NETA	675	878	795	1,274	1,644	845
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	1.27%	1.51%	1.27%	2.09%	2.54%	3.39%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	n/d	6.28%	5.45%	8.36%	9.92%	11.74%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	n/d	2.22%	1.79%	2.79%	3.73%	4.60%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	3,040	3,059	2,927	3,710	5,084	2,333
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	3,040	3,059	3,208	3,710	5,084	2,333
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-5,396	160	-6,314	2,682	-2,576	4,707
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-2,356	3,219	-3,106	6,392	2,508	7,040
Inversión en Activos Fijos	-1,080	-1,202	-3,549	-885	-3,763	-1,922
Otras Inversiones, Neto	-43	-79	0	-35	-17	-23
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3,479	1,938	-6,655	5,472	-1,272	5,095
Variación Neta de Deuda Financiera	5,832	-3,400	6,319	-5,029	1,645	-2,939
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-4	41	-529	-231	-3	-1,074
Otros Financiamientos, Neto	-1,991	2,003	0	0	0	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	358	582	-865	212	370	1,082
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)						
EBITDA OPERATIVO	3,791	3,824	5,114	5,383	6,283	2,524
(-) Gasto Financiero del período	-992	-1,123	-1,534	-1,460	-1,172	-460
(-) Impuesto a la renta del período	-144	-191	-228	-352	-554	-186
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pag)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2,655	2,510	3,352	3,571	4,557	1,878
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,396	160	-6,314	2,682	-2,576	4,707
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,741	2,670	-2,962	6,253	1,981	6,585
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	385	549	0	139	527	455
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-425	0	0	0
(-) Ajustes No operativos que no impliquen flujo (incluye VPP)	0	0	281	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4	41	-529	-231	-3	-1,074
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,080	-1,202	-3,549	-885	-3,763	-1,922
(-) Otras Inversiones neto	-43	-79	0	-35	-17	-23
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,483	1,979	-7,184	5,241	-1,275	4,021
FFO MARGEN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	5%	4%	5%	6%	7%	8%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDA OPERATIVO (EBITDA- CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3,791	3,824	5,114	5,383	6,283	2,524
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	2,884	1,463	598	810	1,180	2,260
Activos Totales	38,625	40,370	48,514	42,904	45,166	42,959
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	10,200	10,762	16,376	11,033	11,283	4,805
Pasivo financiero Largo Plazo	5,931	1,969	2,674	2,988	4,383	7,922
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	16,131	12,731	19,050	14,021	15,666	12,727
Pasivos con Proveedores	4,618	6,732	8,123	5,479	5,561	4,886
Otros Pasivos	4,349	6,461	6,628	7,648	6,542	8,180
Pasivos Totales	25,098	25,924	33,801	27,148	27,769	25,793
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	13,528	14,447	14,713	15,756	17,397	17,166
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los	11,158	11,153	10,296	12,310	14,135	13,673
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	2,370	3,294	4,417	3,446	3,262	3,493
Capitalización ****	29,659	27,178	33,763	29,777	33,063	29,893
Contingentes	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	0	0	0	12,155	11,607
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	38,625	40,370	48,514	42,904	33,011	31,352
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	38,625	40,370	48,514	42,904	33,011	31,352
Obligaciones en el mercado de valores en circulación	0	0	0	0	8,000	8,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	n/a	n/a	n/a	n/a	4.13	3.92
Límite Legal para Emitir Obligaciones	30,900	32,296	38,811	34,323	26,409	25,082

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a lei)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

CONFITECA C.A. Y SUBSIDIARIA CONFITECORP S.A.

(Miles de USD)	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	may-11
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.82	3.41	3.33	3.69	5.36	5.49
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.73	2.33	1.02	3.08	2.15	1.31
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3.82	3.41	3.33	3.69	5.36	5.49
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	3.68	3.24	3.19	3.45	4.89	5.08
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-1.76	3.38	-0.93	5.28	2.69	15.32
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.68	3.24	3.19	3.45	4.89	5.08
CFO/cargos fijos	-1.76	3.38	-0.93	5.28	2.69	15.32
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.26	3.33	3.73	2.60	2.49	2.10
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	3.49	2.95	3.61	2.45	2.31	1.73
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6.08	5.07	5.68	3.93	3.44	2.82
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.54	0.47	0.56	0.47	0.47	0.43
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	-	-	0.02	0.00	-	0.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.64	0.49	0.56	0.52	0.56	0.49
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2.25	2.32	3.28	2.21	1.96	1.89
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2.25	2.32	3.28	2.21	1.96	1.89
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.45	1.14	1.85	1.14	1.11	0.93
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.00%	0.00%	60.25%	29.06%	0.24%	-65.33%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.63	0.85	0.86	0.79	0.72	0.38
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.26	0.23	0.20	0.32	0.40	0.94
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.34	0.32	0.58	0.53	1.30	1.35
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.54	0.37	0.24	0.40	0.51	1.41
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.23	0.25	-0.18	0.57	0.18	3.29
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-0.35	0.34	-0.51	0.92	0.56	4.72
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.06	0.32	-0.40	0.55	-0.01	2.48
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0.15	0.87	-2.29	1.79	-0.03	3.56
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	5,306.00	3,053.00	2,508.00	5,149.00	7,487.00	10,324.00
Liquidez Acida (x)	0.81	0.67	0.64	0.79	0.82	1.00
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.70	0.54	0.51	0.65	0.69	0.80
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.92	0.99	0.94	1.00	1.03	0.99
Patrimonio / Activo Total (x)	0.35	0.36	0.30	0.37	0.39	0.40
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	5.41	5.29	4.27	4.33	4.71	5.69
Días de cuentas por cobrar	66.53	68.03	84.25	83.05	76.47	63.31
Rotación de inventarios (x)	4.05	3.73	3.22	3.85	3.72	3.62
Días de inventarios	88.92	96.50	111.83	93.45	96.89	99.40
Rotación de cuentas por pagar (x)	7.74	5.91	5.22	7.05	7.64	7.82
Días de cuentas por pagar	46.48	60.96	68.95	51.06	47.11	46.02
Rotación Capital de Trabajo	6.74	13.02	16.91	7.50	5.68	3.70
Días de Capital de Trabajo	53.41	27.64	21.29	47.98	63.43	97.25
Días de Ciclo de Operación	-55.55	-75.93	-105.84	-77.46	-62.82	-19.44
Activo corriente / Pasivo corriente	1.30	1.14	1.09	1.23	1.36	1.67

(x) Índice expresado en número de veces