

Ecuador  
**Papel Comercial**

**NESTLÉ ECUADOR S.A.**

### Calificación Inicial

Título:	Calif. Actual	Calif. Anterior	Fecha Calif.
Papel Comercial USD 50MM	AAA	N/A	Ago-2014

**Calificación Actual:** Calificación otorgada en el último comité de calificación

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

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

#### Definición de la Calificación:

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

### Resumen Financiero

USD Millones	dic-12	dic-13	jun-14
Activos	261,893	251,068	243,629
Ventas*	434,699	452,053	549,520
Margen EBIT (%)	9.8%	10.2%	8.4%
ROA (%)	7.9%	11.9%	11.8%
Deuda Fin./ Capitalización (%)	71.5%	63.2%	63.3%
Deuda Financiera Tot/ FFO (x)	4.39	2.41	3.05

Ventas anualizadas a Jun-2014

(x) Indicador en Número de veces

**Actividad del Emisor:** Se dedica a la producción y comercialización de diferentes líneas de alimentos de consumo humano y animal. Comercializa también productos de empresas relacionadas locales e internacionales. En el país Nestlé Ecuador S.A., fue establecida en el año 1964.

#### Contactos

Carlos Ordóñez, CFA. Ecuador  
(593 2) 226 97 67 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Econ. Sonia Rodas, Ecuador  
(593 2) 2922 426 ext. 111  
[srodas@bwratings.com](mailto:srodas@bwratings.com)

### FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

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

La calificación emitida pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor.

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

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 Industrial Surindu S.A., que se refleja en importantes transferencias de flujos entre ellas, y a la fianza solidaria de hasta 35 millones de dólares que Industrial Surindu S.A. ha conferido para esta emisión.

La alta diversificación por línea de productos, su posición de liderazgo y exportaciones coyunturales de excedentes a sus relacionadas aportan positivamente para que Nestlé Ecuador mantenga una sólida capacidad de generación de ingresos y flujos operativos.

En los últimos años se ha logrado resultados positivos de las estrategias de optimización de capital de trabajo y mayor eficiencia operacional, que junto con la recuperación de cuentas por cobrar a relacionadas, han permitido reducir la deuda financiera, a pesar de cumplir con el pago del 100% de dividendos. 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.

Los niveles históricos de endeudamiento se explican por la estrategia de inversiones para sostener el crecimiento del negocio y su política de pago de dividendos. En los próximos años la inversión en activos fijos y la acumulación de la deuda en el corto plazo, por el vencimiento de la deuda de largo plazo, harán necesario la renovación parcial de la deuda financiera de corto plazo. Este riesgo se mitiga por el acceso a crédito bancario, su flexibilidad financiera y el soporte de su casa matriz. El soporte de la Casa Matriz y la capacidad de Nestlé Ecuador S.A. para generar flujos, compensan el patrimonio tangible pequeño del balance local frente al nivel de endeudamiento.

**FECHA COMITE: 29/Agosto/2014**

**ESTADOS FINANCIEROS A: 30 /junio/2014**

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

[www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com)

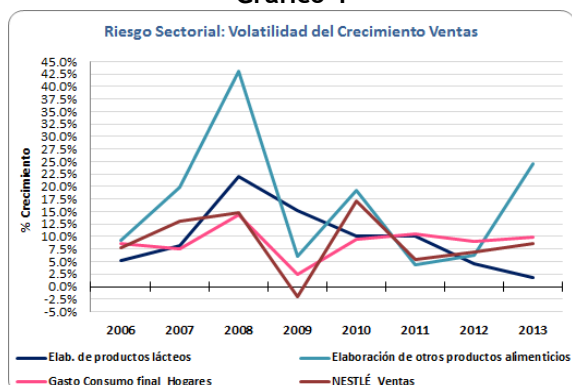
▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Características Papel Comercial USD 50MM		
Monto Total del Programa:	USD 50 Millones	
Monto primera Emisión:	USD 20 Millones	
Plazo total del programa:	720 días, revolvente 1 a 359 días	
Primera Emisión:	Clase 1	Clase 2
Monto Emisión:	10 millones	10 millones
Plazo:	180 días	359 días
Cupón de Interés:	cero cupón	cero cupón
Valor nominal del título:	50 mil	50 mil
Pago de Capital:	al vencimiento	
Garantía General:	Nestlé Ecuador S.A.	
Garantía Específica:	Fianza Solidaria: Industrial Surindu S.A. hasta por 35 millones de dólares	
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos	
Estructurador:	PLUSVALORES Casa de Valores S.A.	

Este informe reemplaza al de la calificación inicial emitida el 30 de mayo del 2014, debido a cambios en las características del programa de Papel Comercial.

▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

**Gráfico 1**



Fuente: BCE, Consolidado Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A.  
 Elaboración: BWR

Nestlé Ecuador produce y comercializa varios productos alimenticios siendo los principales los relacionados a productos lácteos, galletería, jugos, chocolate y otros alimentos culinarios.

La producción nacional de estos segmentos de productos mejoró desde el 2008 hasta el 2012 (crece en 15% anual), por el aumento del número de compañías manufactureras locales e inversiones productivas de empresas existentes, en respuesta a medidas gubernamentales de protección a la producción nacional, lo cual ha llevado a una competencia importante dentro del segmento.

En los dos últimos años la disminución del crecimiento del PIB desaceleró también el crecimiento de estos sectores, no obstante, muestran tasas de crecimiento de 4.8% y 9.1% en 2012 y 2013 respectivamente.

Las ventas de Nestlé están directamente relacionadas con la tendencia del consumo de hogares, debido a la diversificación de sus productos y las estrategias comerciales, que buscan la innovación de productos y el fortalecimiento de la presencia de sus marcas tradicionales.

Las perspectivas para el fin del 2014 indican que el crecimiento del PIB al menos se mantendría igual que en el año 2013, o con una tasa real de entre 4.0% y 4.5%, por lo que las perspectivas de crecimiento de las ventas de Nestlé de 6% son factibles con esas tendencias y sobre todo con el crecimiento esperado del consumo de los hogares.

En los subsectores señalados, el manejo de los precios es crítico, debido a que la oferta incorpora alimentos no básicos, cuya demanda tiene una alta elasticidad al precio. Por este motivo, Nestlé tiene como estrategia buscar mayor eficiencia en las diferentes etapas de la producción y comercialización.

La variedad e innovación de productos y presentaciones, así como la diversificación de mercados objetivos, son factores fundamentales para mitigar el riesgo de competencia y de sensibilidad al costo, por la variación del precio de las materias primas.

La perspectiva en el corto plazo de los precios de algunas materias primas que usa Nestlé como son azúcar, cacao y harina, es estable. El precio de la leche es controlada por el gobierno y tuvo un ajuste durante el año que no se repetiría en el corto plazo.

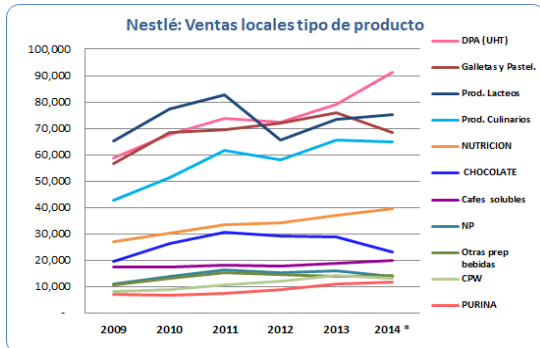
Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su gestión están entre otros, mantener relaciones estables con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables dependiendo de las circunstancias en un momento dado. Adicionalmente utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.

▪ **PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

Nestlé Ecuador es una empresa representativa en el sector alimenticio, y está entre las quince

compañías de mayor volumen en ventas a nivel nacional conforme datos al 2012 de la Superintendencia de Compañías.

Gráfico 2



Fuente: Nestlé Ecuador S.A. Elaboración: BWR

La compañía conserva el liderazgo en el mercado nacional, gracias al buen posicionamiento de la marca, diversificación de productos, y la red de distribución en todo el territorio nacional. No obstante, la participación en el mercado local está presionada por un mercado competitivo dado el creciente número de participantes locales e internacionales y la capacidad de innovación de los mismos.

Por otro lado, alrededor del 15% del volumen de productos comercializados son importados de relacionadas. Estas líneas tienen una baja o moderada competencia local, lo que les permite mayor flexibilidad en el manejo de precios. El 85% del volumen de ventas es producido por Nestlé Ecuador o empresas relacionadas asentadas en el país.

En el mercado nacional Nestlé mantiene una diversidad de líneas de productos alimenticios agrupados en las siguientes líneas: lácteos, café, bebidas, cereales para desayuno, culinarios, nutrición infantil, confitería y alimento de mascotas.

Las exportaciones son un rubro importante en las ventas totales, en el 2011 son el 7.65% y están constituidas principalmente por Cacao, a partir del 2012 la exportación a sus relacionadas toma mayor importancia, con ventas de leche en polvo en dicho año, y cacao en grano y licor en el 2013. Actualmente las ventas al exterior alcanzan una participación de alrededor de 10% a dic-2013 y 13% a jun-2014. Para el mediano plazo se espera desarrollar productos para exportación que incorporen mayor valor agregado y mejor margen.

La comercialización de los productos a nivel nacional se realiza a través de varios canales: red propia, distribuidores, mayoristas de diferentes tamaños, canales modernos y autoservicios. La participación de cada uno por área geográfica y

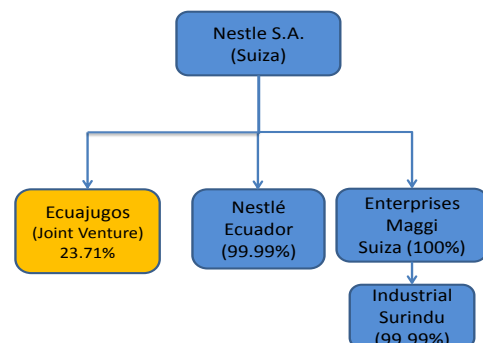
línea de producto depende de la estrategia global de la empresa, que realiza un análisis de los canales utilizados, de la eficiencia de rutas y de las frecuencias a cubrir, buscando una mayor eficiencia y rentabilidad de la red, un manejo adecuado de los inventarios de clientes, un mayor volumen de ventas y la innovación de los productos ofrecidos.

Las materias primas más importantes para la compañía son adquiridas localmente (leche, trigo, cacao y azúcar, seguido por grasa vegetal, aceite de palma). De esta forma reducen la volatilidad del costo de venta al precio internacional de las materias, costos de transportación y disponibilidad. Para la adquisición de inventario de cacao trabajan con una cobertura financiera para el precio y cantidad.

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

La empresa necesita mantener un flujo adecuado de inversión en CAPEX para el mantenimiento de las instalaciones físicas, y principalmente, para reforzar la tecnología de la estructura productiva y el bodegaje de inventarios. Con este fin en los cuatro años anteriores la Compañía ha invertido alrededor de USD 76MM. Para los siguientes tres años se planifica un monto menor de inversiones de capital, que en conjunto sumarían USD 39.6MM que repartirán en Nestlé e Industrial Surindu.

▪ ESTRUCTURA DE LAS EMPRESAS RELACIONADAS



Fuente: Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A. Elaboración: BWR

Según la Compañía actualmente se encuentra en proceso la compra por parte de Nestlé S.A (Suiza) de las acciones de Ecuajugos al grupo Frontera,

con lo cual conseguiría el control de esta empresa.

Millones de USD

jun-14	Nestlé Ecuador	Industrial Surindu	Balance Combinado
Activos	199.4	67.8	243.6
Deuda Financiera	98.7	23.7	98.7
EBITDA	16.4	9.7	17.3
Deuda Financiera/ Ebitda (Veces)	3.0	1.1	2.0

Fuente: Nestlé Ecuador. e Industrial Surindu.

Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A., son compañías relacionadas por accionistas. Tanto Nestlé Ecuador como Enterprises Maggi e Industrial Surindu consolidan sus balances con Nestlé S.A. (Suiza). Por otro lado, los productos lácteos y otras bebidas preparadas comercializadas por Nestlé Ecuador son fabricados en el país por Ecuajugos S.A., compañía relacionada por accionista. Los productos importados son adquiridos de compañías relacionadas en el exterior.

Nestlé Ecuador S.A. tiene firmado un contrato de mandato mercantil con Industrial Surindu S.A., y con Ecuajugos S.A., para negociar y pagar por cuenta de dichas compañías toda clase de obligaciones con acreedores y proveedores locales y extranjeros.

Las relaciones comerciales con empresas relacionadas o no, se rigen bajo los parámetros de la política comercial internacional del grupo Nestlé, las cuales cumplen con los principios de las directivas para costos de transferencias para empresas multinacionales y administración fiscal (Arm's Length), utilizadas por los países que conforman la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE).

Nestlé Ecuador S.A. cancela regalías y asistencia técnica a su casa matriz, en función de las ventas y en conformidad al acuerdo entre las partes. Estos valores son cancelados por anticipado. El pago por este concepto se lo realiza conforme la ley tributaria, es decir, con retención del 22% del impuesto a la renta y el pago del impuesto a la salida de capitales (5%).

▪ **ACCIONISTA Y SOPORTE**

Nestlé S.A. (Suiza), dueña del 99.99% de las acciones de Nestlé Ecuador S.A., es la compañía más grande del mundo del sector alimenticio, líder global en diversas líneas como café, agua embotellada, nutrición infantil y cuidado de mascotas. Esta empresa mantiene una calificación de crédito a nivel internacional otorgada por Fitch Ratings, de "AA+" para el largo plazo y

"F1+" en el corto plazo, con perspectiva estable. Esta calificación fue ratificada en diciembre 2013.

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

Nestlé S.A. ha manifestado expresamente su política de apoyar a Nestlé Ecuador S.A., si es que lo requiriera, para que cumpla con la titularización vigente al momento en el mercado de valores.

Si bien Ecuador es un mercado relativamente pequeño frente a otros países de la región, la operación local es rentable e históricamente ha generado flujos positivos para el Grupo. Adicionalmente, las filiales de Nestlé S.A. se encuentran repartidas en diversos países, con un enfoque de inversión de largo plazo, por lo que su permanencia en el tiempo se considera altamente probable.

Esta emisión de Papel Comercial cuenta con una garantía específica consistente en una fianza mercantil solidaria de Industrial Surindu por USD 35mm. Esta empresa no tiene deuda con instituciones financieras puesto que Nestlé Ecuador le provee el flujo financiero necesario. A junio-2014 la deuda financiera con Nestlé Ecuador asciende a USD 23.6mm.

▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La administración de Nestlé Ecuador S.A., ha mantenido el prestigio de la marca en el país y ha conseguido una importante generación de recursos.

La vigilancia administrativa, tecnológica y comercial de las empresas se lo realiza a través de centros regionales. Actualmente Ecuador es parte del grupo regional Bolivariano conjuntamente con Colombia. A partir del año 2015 Ecuador reportaría directamente a la zona Américas.

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

capital de las subsidiarias y filiales se consolidan por regiones y se aprueban en tesorería central, una vez que la administración de Nestlé S.A., define la prioridad de los proyectos.

En Ecuador la política histórica de dividendos a accionistas ha sido del 100% de la utilidad distributable, luego de cubrir impuestos, participación de trabajadores y cumplir el requerimiento de la reserva legal.

Con respecto a la estrategia de crecimiento de las ventas, frente a la fuerte competencia que enfrenta, se ha fundamentado en la innovación de productos y la inversión en tecnología para mejorar la calidad de sus productos y alcanzar una mayor eficiencia de costos. Paralelamente, se realizan promociones e incentivos para los nuevos productos y la recuperación de marcas tradicionales.

En los últimos dos años la Compañía se ha enfocado en fortalecer la imagen de la empresa y de sus marcas en el mercado nacional, por lo que en el plan de publicidad de todos los productos se refuerza el posicionamiento de la marca Nestlé.

Además, la estrategia comercial busca optimizar los diferentes canales de ventas y la red de distribución, logrando así una mayor cobertura geográfica y un incremento de ventas tanto de productos nuevos como de los productos tradicionales.

Para este año se espera arrancar algunos proyectos que están en desarrollo y perfeccionamiento, como la exportación de chocolates, para lo cual se realizó ya la inversión en tecnología adecuada y competitiva a nivel internacional. Se continúa con el proceso de mejorar la eficiencia en el uso de capital de trabajo, a través de varias estrategias como: el manejo eficiente de inventarios de los clientes, la gestión del flujo de ventas, y la negociación del financiamiento recibido de sus proveedores.

### PERFIL FINANCIERO

**Presentación de Cuentas:** Los estados financieros, documentación, reportes e informes analizados son propiedad de Nestlé Ecuador S.A. y responsabilidad de sus administradores.

Este análisis se realiza con base en los estados financieros auditados por KPMG de los años 2011 al 2013, de Nestlé Ecuador S.A. presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades. Además, se analizan los estados financieros consolidados directos de Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A., de los años 2011 a 2013 e interinos a junio-2014, que

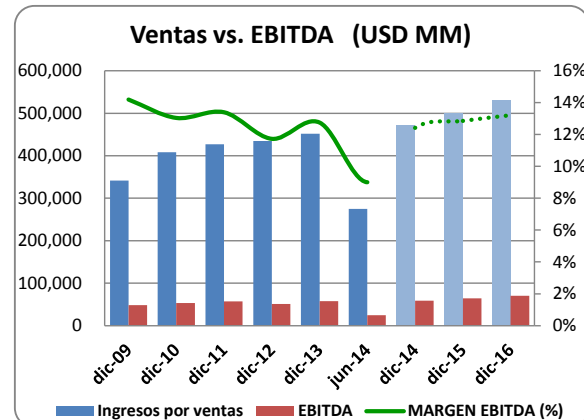
son presentados conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFS).

Adicionalmente, se analizaron los estados financieros de Industrial Surindu S.A. auditados por KPMG de los años 2011 al 2013 y los estados financieros interinos a jun-2014, como garante solidario de esta emisión hasta por la suma de 35 millones de dólares.

El análisis de la capacidad de pago del emisor se realiza con base tanto en las cifras individuales de Nestlé Ecuador y las consolidadas con Industrial Surindu, debido su estrecha vinculación estratégica, comercial y financiera, que se refleja en importantes transferencias de flujos entre ellas.

### Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 3



Fuente: Consolidado Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

Gráfico 4



Fuente: Consolidado Nestlé S.A. e Ind. Surindu Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

La empresa mantiene una gestión operativa rentable y una sólida capacidad de generación de

ingresos, además de un control adecuado de sus niveles de eficiencia.

El EBITDA ha sido históricamente estable, con excepción del 2012, año en el cual la empresa incurrió en mayores gastos de promoción. La alta diversificación por línea de productos, su posición de liderazgo y exportaciones coyunturales de excedentes a sus relacionadas han aportado positivamente para dicha estabilidad. La compañía mantiene un amplio margen bruto, que se complementa con un manejo adecuado del costo de ventas y de gastos de comercialización de sus productos, basado principalmente en las estrategias de optimización de la red de distribución.

La competencia que enfrenta en sus mercados es importante, razón por la cual Nestlé Ecuador no ha elevado los precios de sus productos sino que ha diseñado diversas estrategias, buscando una mayor eficiencia en costos y el crecimiento del volumen de ventas.

Durante el año 2013 las ventas se incrementaron en 4%, pero el EBITDA lo hizo en 13%, gracias al control de gastos operacionales que disminuyen en 7.5%. En Nestlé individual las ventas crecen en 7.2% y en EBITDA en menor proporción por los costos fijos mayores de Nestlé individual.

Con cifras anualizadas de jun-2014 se observa una reducción de 14% en el EBITDA, no obstante buena parte de las ventas tienen un mejor desempeño en el segundo semestre, lo que ayuda a diluir los costos y gastos fijos que mantiene, por lo cual se esperaría un EBITDA mayor al del 2013 en términos absolutos.

Para los años 2014 a 2016, se prevé un crecimiento anual en ventas entre 4.6% y 6%, que sería consistente con el crecimiento proyectado del Ecuador en términos corrientes, aunque mayor al conseguido en los últimos dos años. Considerando el crecimiento alcanzado en el primer semestre del 2014 es factible que la empresa logre superar este objetivo, ya que a junio-2014 se observa un crecimiento en ventas del 15% respecto al mismo período del año anterior.

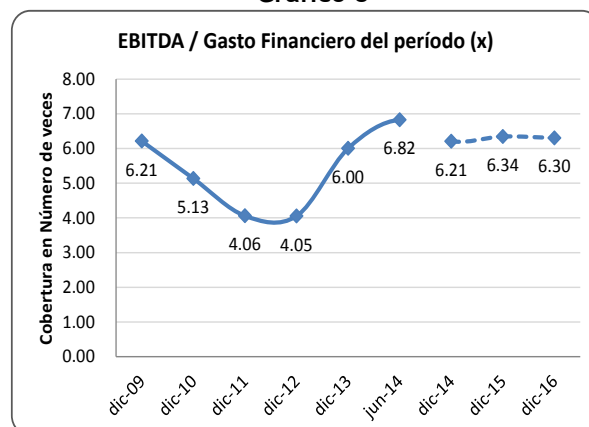
Las exportaciones a empresas relacionadas se mantienen como un rubro importante; a dic-2013 representaron el 10% de las ventas del período y dicho porcentaje crece a 13% a jun-2014. Si bien este es un rubro que ha sido históricamente volátil, en los tres últimos años apoyan la generación de ingresos de la empresa.

El gasto operacional consolidado del 2013 se ubicó en 23.33% sobre ventas, por debajo del promedio histórico, debido a la optimización de

gastos relacionados con la distribución de sus productos, en contraste con el 2012, cuando las estrategias de impulso de sus productos y temas coyunturales del País elevaron el gasto operacional a 26.23% sobre ventas. A jun-2014 se mantiene la tendencia a disminuir, con un indicador de 17.34%. Para los próximos tres años hemos considerado una estimación promedio de 22.55% de carga operacional sobre ventas.

En el balance individual se observan indicadores muy cercanos, con una eficiencia ligeramente mayor en los tres años anteriores.

**Gráfico 5**



Fuente: Consolidado Nestlé S.A. e Ind. Surindu. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR

La empresa mantiene una amplia capacidad de cubrir los costos de su financiamiento, que ha mejorado a partir del 2013 gracias a la reducción de su endeudamiento. El EBITDA mantiene una cobertura del gasto financiero de 6 y 6.82 veces a dic-2013 y jun-2014, respectivamente. Para los siguientes años se podría esperar que esta relación disminuya ligeramente por el crecimiento de la deuda financiera y se mantenga cerca de los niveles observados a dic-2013.

Los impuestos pagados ejercen una fuerte presión sobre los resultados, solamente el impuesto a la renta representa el 19.49% de la gestión antes de impuestos a dic-2013, y 26.8% promedio en los tres años anteriores; estos porcentajes no incluyen el impuesto a la Salida de Divisas por el pago de regalías, que está contabilizado dentro de gastos de operación.

El resultado final consolidado del año 2013 es de USD 29.6MM con un crecimiento de 30% en 2013, que revirtió la tendencia negativa que había mostrado en los tres años anteriores, gracias a la reducción del gasto financiero y un impuesto a la renta efectivo menor. Lo anterior también se refleja en una mejora en los índices de rentabilidad ROA y ROE, que comparan positivamente con otras compañías alimenticias

dentro del mercado nacional. La perspectiva para los siguientes años es que el ROA se ubique en niveles comprendidos entre 12% y 13.56%.

**Estructura del Balance**

**ACTIVOS**

	dic-12	dic-13	jun-14
Total Activo Corriente	46.5%	43.8%	44.8%
Fondos Disponibles	6.0%	5.3%	4.4%
Cuentas por Cobrar Comerciales Netas	20.6%	17.4%	17.1%
Inventarios Neto	13.3%	15.2%	17.6%
Otras cuentas por cobrar (afecta al flujo)	1.9%	2.0%	1.7%
Gastos pagados por anticipado	0.3%	0.0%	0.0%
Total Activo No Corriente	53.5%	56.2%	55.2%
Propiedades	41.4%	44.1%	44.6%
Cuentas por Cobrar LP Accionistas/Rela	10.0%	10.7%	9.2%
Activos Diferidos / Gastos Preoperativ	1.3%	0.3%	0.2%
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: Nestlé S.A. e Ind. Surindu. Elaboración: BWR

**PASIVOS**

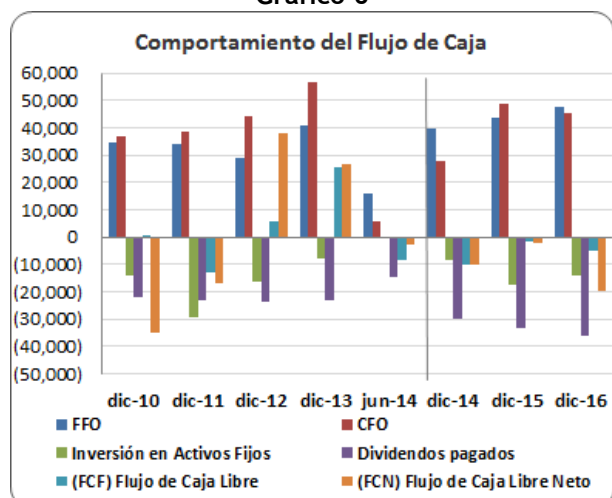
	dic-12	dic-13	jun-14
Total Pasivo Corriente	51.69%	58.53%	60.97%
Deuda Financiera CP	25.24%	25.64%	30.18%
Deuda Comercial	17.12%	21.48%	20.81%
Otros Pasivos CP	9.34%	11.41%	9.99%
Total Pasivo LP	28.83%	18.63%	15.59%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>19.48%</b>	<b>22.84%</b>	<b>23.44%</b>

Fuente: Nestlé S.A. e Ind. Surindu. Elaboración: BWR

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

Como se advierte en el gráfico siguiente, históricamente la empresa ha generado un CFO positivo suficiente para cumplir con las inversiones de CAPEX; no obstante, los recursos generados se han utilizado para cumplir el pago de dividendos, por lo que el financiamiento de inversiones, tanto en la empresa como en sus relacionadas, ha sido cubierto con deuda financiera.

**Gráfico 6**



Fuente: Consolidado Nestlé S.A. e Ind. Surindu. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR

En los dos últimos años el mejoramiento del flujo de fondos operativos conjuntamente con los menores requerimientos de capital de trabajo,

especialmente por la recuperación de cuentas por cobrar, han permitido tener un flujo de caja operativo capaz de cubrir el pago de dividendos y las inversiones en activos fijos y mostrar un flujo de caja libre positivo que, apoyado con la recuperación de cuentas por cobrar a relacionadas, permitió reducir la deuda financiera.

A jun-2014 se observa ya el pago del 50% de los dividendos del 2013, y un importante financiamiento de capital de trabajo por lo que se tiene un flujo de caja libre neto negativo que fue cubierto con parte de la liquidez de la empresa sin elevar la deuda financiera.

Considerando la política actual de dividendos a casa matriz y las inversiones de capital programadas, se esperaría un incremento de la deuda financiera en los próximos años.

Los esfuerzos de la Administración por ajustar sus requerimientos de capital de trabajo neto han logrado reducir los días de cuentas por cobrar comerciales de 61 días en 2011 a 47 días en 2012 y 38 días en 2013. El último año también se benefició de un plazo mayor de financiamiento de sus proveedores, que la empresa prevé se mantenga en niveles similares en los próximos años. Se esperaría que en el futuro el crecimiento en ventas genere nuevos requerimientos de flujos para financiar el aumento del capital de trabajo.

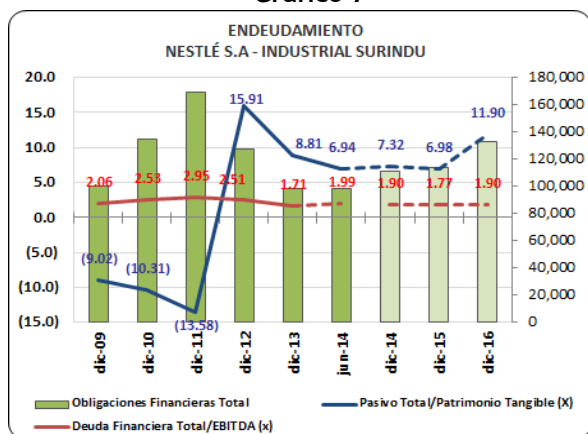
Dadas las condiciones analizadas al momento y frente a las variables predecibles estimamos probable que se mantengan las perspectivas positivas en cuanto a la generación del EBITDA, y que la compañía siga produciendo flujo de caja operativo suficiente para el pago de sus dividendos, pero que cubrirán solo una parte de sus necesidades de inversión en CAPEX, por lo que requerirá financiamiento adicional para cubrir la parte faltante.

En el balance individual de Nestlé se advierte un flujo con tendencia similar a la del consolidado. La empresa genera un flujo suficiente para el pago de dividendos y ha requerido financiamiento para una parte de sus inversiones; en los dos últimos años generó un flujo suficiente para cubrir las inversiones en CAPEX y para reducir deuda financiera.

Surindu en algunos años ha requerido flujo para financiar las inversiones de activos fijos, para el pago de dividendos y también en los últimos años para su capital de trabajo. Dado que el manejo financiero de las dos empresas responde a las estrategias de grupo, los flujos de fondos consolidados reflejan de mejor forma la capacidad de pago de Nestlé Ecuador. Nestlé

provee de flujos de capital de trabajo e inversión a través de préstamos con intereses de mercado, por lo que a dic-2013 y a jun-2014 Surindu no tiene deudas con instituciones financieras.

**Gráfico 7**



Fuente: Consolidado Nestlé S.A. e Ind. Surindu. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR

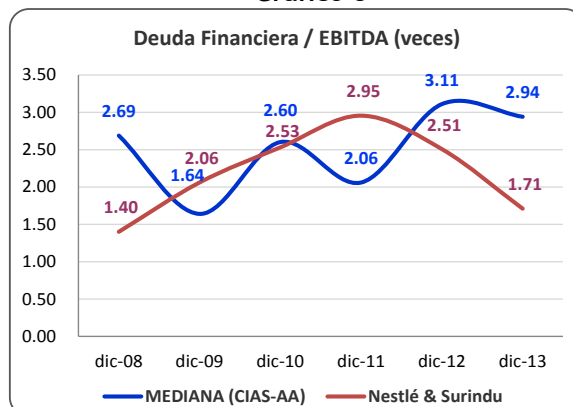
El gráfico 7 muestra el comportamiento y las perspectivas de la deuda consolidada de Nestlé y Surindu en relación al EBITDA y al patrimonio tangible. El mayor nivel de endeudamiento financiero se registró en el 2011, mientras que en los dos años posteriores la deuda se reduce gracias a la recaudación de cuentas por cobrar a relacionadas y una liberación importante de capital de trabajo, que generaron un flujo de caja libre neto extraordinariamente alto.

La política de dividendos y regalías existente y la estructura del manejo financiero hace que la empresa muestre, por un lado, un patrimonio limitado y que existan cuentas por cobrar a relacionadas que reducen el patrimonio tangible, por lo que el soporte patrimonial es escaso en relación a su deuda financiera. Esta situación se compensa con el soporte de la casa matriz.

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.

En el balance individual de Nestlé Ecuador, el endeudamiento es mayor al observado en el consolidado (gráfico 7), debido a que la deuda financiera de Surindu con Nestlé Ecuador se anula en el consolidado. A dic-2013 la deuda financiera / EBITDA del balance individual es 2.39 veces y a junio esta sube a 3 veces debido a los requerimientos estacionales de capital de trabajo y al pago de dividendos. Hasta fines de año esperamos que este indicador disminuya nuevamente a 2.5 veces.

**Gráfico 8**



Fuente: Consolidado Nestlé e Industrial Surindu. Elaboración: BWR. \*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

A dic-2013 la relación de deuda financiera total/EBITDA del consolidado es 1.71:1 (2.95:1 en el 2011) el nivel más bajo en relación con los períodos analizados. Se espera que a futuro el nivel de endeudamiento en relación a su capacidad de generación se mantenga relativamente estable.

La posición de endeudamiento de Nestlé es claramente explicada por la estrategia de inversiones para respaldar el crecimiento del negocio, que ha alcanzado los niveles de generación esperados que le permiten reducir paulatinamente su deuda financiera, mostrando al momento mejores niveles a las empresas locales fuertes con calificaciones de "AA".

En el mercado de valores Nestlé Ecuador ha participado con éxito en dos procesos de colocación de titularizaciones de flujos, con alta aceptación de los títulos emitidos. Los recursos han servido para el reemplazo de pasivos e inversiones de capital, logrando mejorar la estructura de plazos de financiamiento. La emisión de papel comercial objeto de esta calificación tiene un plazo total de 720 días, con papeles de hasta 359 días y será utilizada para reestructuración de pasivos bancarios. La emisión no tendría un impacto significativo en la estructura de plazos pero sí aportaría a la diversificación en las fuentes de financiamiento y probablemente a un menor costo asociado.

El endeudamiento actual con el mercado de valores está soportado por un compromiso expreso de Nestlé S.A., hacia Nestlé Ecuador, de cubrir el riesgo de balance local en caso de requerir flujos para cubrir los pagos de la titularización de flujos futuros vigente, y que a jun-2014 constituye el 17.3% del pasivo de Nestlé Ecuador.

El pasivo con el mercado de valores representaría el 43% del pasivo total consolidado luego de la emisión total de papel comercial con cifras de jun-2014. A dic-2014 se esperaría que el total de deuda con el mercado de valores constituya el 31% de los pasivos consolidados de Nestlé y Surindu, participación que variaría en función de la amortización de la titularización vigente y la colocación y plazos de la nueva emisión, que es de corto plazo y revolvente.

El resto de la deuda financiera pertenece a instituciones financieras locales, que la otorgan con el respaldo de pagarés a la orden, gracias a la percepción del soporte que tendrían de su Casa Matriz en caso de necesitarlo.

La deuda financiera total tiene tasas que van desde el 6.5% al 8.75% con plazos de hasta tres años, pero con un fuerte peso en el corto plazo (75% a jun-2014).

**Deuda Financiera: vencimientos**

<b>Nestlé Consolidado a Jun-2014 Miles USD</b>	<b>%</b>
Deuda Financiera Total	98,681 100%
Pagos Corrientes:	73,524 75%
Pagos No Corrientes:	25,157 25%

<b>Nestlé Individual a Dic-2013</b>	<b>Miles USD</b>	<b>%</b>	<b>jun-14</b>	<b>%</b>
Corriente	64,907	65.5%	73,525	74.5%
No corriente	34,215	34.5%	25,157	25.5%
Dos años	17,589	17.7%		
Tres años	7,020	7.1%		
Cuatro Años	9,606	9.7%		
<b>Total</b>	<b>99,122</b>	<b>100%</b>	<b>98,682</b>	<b>100%</b>

Fuente: Nestlé e Ind. Surindu. Elaboración: BWR

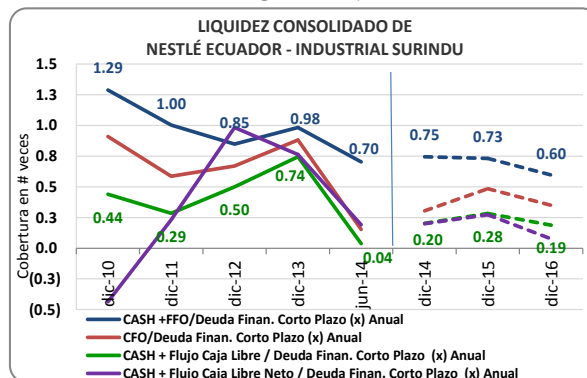
En Nestlé individual la deuda financiera se concentra también en el corto plazo (73%) y la deuda con el mercado de valores y el nuevo papel comercial propuesto representaría el 46.1% del pasivo total a jun-2014.

Los otros pasivos de largo plazo están constituidos por las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio. Este pasivo tiene un peso de 7% del pasivo total consolidado. Según información del Auditor y de la Administración, la Compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión en función de ellos de forma que tiene cubierto el contingente.

Adicionalmente, de acuerdo el informe de auditoría existe un contingente tributario por concepto de impuesto a la renta, según la revelación realizada por el Servicio de Rentas Internas (SRI). El proceso está en etapa probatoria sin pronunciamiento. De igual forma mantiene otra acción contenciosa con el servicio de aduanas por aranceles que en su primera fase tiene sentencia favorable para la Compañía. La Administración ha realizado una provisión del 100% en caso de que los fallos definitivos no sean favorables, y se estima que su pago no representaría una salida de flujo importante.

**■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

**Gráfico 9**



Fuente: Consolidado Nestlé e Ind. Surindu. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR

El gráfico anterior muestra la evolución de los niveles de liquidez de la compañía. En este se aprecia que a jun-2014 la liquidez se presiona por dos factores: primero porque los recursos de efectivo deben cubrir el flujo de caja libre neto negativo, generado tanto por los mayores requerimientos de capital de trabajo como también por el pago de una parte de los dividendos del período. En segundo lugar la concentración del 74.5% de la deuda financiera en el corto plazo, que crece en 14% en el semestre por la transferencia de la deuda de largo plazo, ya que la deuda financiera total prácticamente no creció.

El flujo de caja libre neto (anualizado) en conjunto con sus fondos disponibles, puede cubrir el 19% a jun-2014 (76% a Dic-2013) de la deuda de corto plazo. En el período se observa una recuperación de parte de la deuda relacionada de largo plazo que ayudó a mejorar el flujo de caja libre neto; la relación con las empresas relacionadas influye de forma importante en la posición de liquidez de la empresa.

En el balance individual Nestlé mantiene una cobertura de 21% para cubrir su deuda financiera de corto plazo, y el flujo proveniente de la recuperación de cuentas por cobrar a relacionadas es más importante, ya que en su operación genera un flujo de caja libre negativo de mayor proporción.

La originación de los dos procesos de titularización de flujos en los años 2008 y 2010 ayudaron a la empresa a mejorar su liquidez, a través de la restructuración a largo plazo de parte de su deuda. Esto sumado a fondos provenientes de una mayor eficiencia en la gestión del capital de trabajo y a la recaudación de cuentas por cobrar hizo que los últimos años la capacidad de pago y la liquidez de la empresa se fortaleciera.



Conforme se continúe amortizando la titularización de flujos vigente, se espera que la participación de la deuda de corto plazo se siga incrementando, y aumente la necesidad de la empresa de refinanciar el pasivo financiero corriente, situación mitigada por el acceso a crédito bancario, a su flexibilidad financiera y al soporte de su casa matriz. Históricamente el Emisor ha demostrado su capacidad de refinanciar la deuda en el sistema financiero.

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

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para esta calificación.

Nestlé Ecuador S. A.	
Fecha de corte	jun-14
Activo Líquido (USD M)	19,315
Activo Ajustado (USD M)	146,113
Activo Total (USD M)	199,464

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Ajustados (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	29,858	29,858	0.647	4.89
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	29,858	0.647	4.89
3era	Deuda sin garantía específica de balance	143,967	173,825	0.111	0.84
<b>TOTAL</b>		<b>173,825</b>	<b>173,825</b>	<b>0.111</b>	<b>0.84</b>

Fuente: Nestlé Ecuador. Elaboración: BWR

El programa de papel comercial está respaldado por la garantía general del emisor, por lo que, en caso de liquidación los acreedores tienen una prelación igual a la demás deuda sin garantía.

Hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, así como con todos los resguardos legales exigidos, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

**Resguardos:**

Por disposición legal el conjunto de valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo plazo y corto plazo de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse

garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un 120% el monto excedido.

En este caso, los valores en circulación de la titularización vigente (USD 30.13mm) más los USD 50MM de este programa de Papel Comercial exceden en USD 28.8MM el 200% del patrimonio de Nestlé Ecuador (USD 51.28MM). La fianza solidaria de Industrial Surindu por hasta USD 35MM cubre en 1.21 veces dicho faltante, con lo que se cumple la disposición legal vigente.

En caso de liquidación los activos libres de Surindu cubrirían esta garantía con el siguiente orden de prelación.

Industrial Surindu S. A.

Fecha de corte	jun-14
Activo Líquido (USD M)	4.87
Activo Ajustado (USD M)	66,547
Activo Total (USD M)	67,769

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Ajustados (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	6,083	6,083	0.001	10.94
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	6,083	0.001	10.94
3era	Deuda sin garantía específica de balance + 35MM garantía PC Nestlé	30,229	36,312	0.000	1.83
<b>TOTAL</b>		<b>36,312</b>	<b>36,312</b>	<b>0.000</b>	<b>1.83</b>

Fuente: Ind. Surindu. Elaboración: BWR

De acuerdo a la certificación suscrita por Nestlé Ecuador, el Emisor cumple actualmente con los resguardos de Ley, los cuales serían mandatorios desde el momento en que se autorice la oferta pública del programa calificado.

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

Nestlé Ecuador S.A. ha originado con éxito dos titularizaciones de flujos en los años 2008 y 2010. Estas emisiones tuvieron una buena demanda por lo que fueron colocadas rápidamente. La primera concluyó con el pago a los inversionistas en tiempo y forma en nov-2013, y la segunda se encuentra aún en el mercado, con un saldo insoluto de USD 30.1MM.

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.

### EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A. E INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
<b>RESULTADOS</b>					
Ventas	408,070	427,061	434,699	452,053	274,760
% crecimiento	19.5%	4.65%	1.79%	3.99%	403.90%
Costos	(270,028)	(274,898)	(272,485)	-294,115	-200,837
% crecimiento	34.1%	1.8%	-0.9%	7.94%	440.20%
MARGEN BRUTO (%)	33.8%	35.6%	37.3%	34.94%	26.90%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	53,225	57,217	50,994	57,645	24,739
MARGEN EBITDA (%)	13.0%	13.4%	11.7%	12.8%	9.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	53,225	57,217	50,994	57,645	24,739
MARGEN EBITDAR (%)	13.0%	13.4%	11.7%	12.8%	9.0%
Cuota leasing del período	0	0	0	-	-
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los G	10,034	11,167	8,422	11,643	1,703
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	43,190	46,050	42,572	46,001	23,036
MARGEN EBIT (%)	10.6%	10.8%	9.8%	10.2%	8.4%
Gasto Financiero del período	(10,367)	(14,093)	(12,582)	(9,607)	(3,625)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2.5%	3.3%	2.9%	2.1%	1.3%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing	8.8%	9.3%	8.5%	9.0%	7.7%
Impuestos a la renta	(8,320)	(8,870)	(9,315)	(7,169)	(4,946)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	24.2%	27.2%	29.0%	0	0
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	6.1%	8.1%	7.6%	0.90%	0.42%
UTILIDAD NETA	26,042	23,685	22,757	29,616	14,560
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	6.4%	5.5%	5.2%	6.6%	5.3%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	64.5%	45.9%	44.2%	59.0%	48.6%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.6%	8.3%	7.9%	11.9%	11.8%
<b>FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)</b>					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	36,076	34,852	31,180	41,259	16,264
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	33,050	34,852	31,180	41,259	16,264
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	2,133	4,336	15,149	15,878	-10,554
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>35,183</b>	<b>39,187</b>	<b>46,329</b>	<b>57,137</b>	<b>5,710</b>
Inversión en Activos Fijos	(13,854)	(29,178)	(16,243)	-7,941	-647
Otras Inversiones, Neto	792	0	(402)	-427	1,442
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos</b>	<b>22,121</b>	<b>10,009</b>	<b>29,684</b>	<b>48,769</b>	<b>6,505</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	34,730	34,393	(41,209)	-29,269	95
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(21,855)	(23,016)	(23,685)	-23,282	-14,807
Otros Financiamientos, Neto	(35,349)	(3,584)	31,964	1,215	5,679
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	(353)	17,802	(3,246)	-2,567	-2,528
<b>Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)</b>					
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>53,225</b>	<b>57,217</b>	<b>50,994</b>	<b>57,645</b>	<b>24,739</b>
(-) Gasto Financiero del período	(10,367)	(14,093)	(12,582)	-9,607	-3,625
(-) Impuesto a la renta del período	(8,320)	(8,870)	(9,315)	-7,169	-4,946
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total c	0	0	0	0	1
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>34,538</b>	<b>34,253</b>	<b>29,097</b>	<b>40,869</b>	<b>16,169</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	2,133	4,336	15,149	15,878	-10,554
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>36,671</b>	<b>38,589</b>	<b>44,246</b>	<b>56,747</b>	<b>5,615</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	2,448	3,097	2,866	390	96
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	(910)	(2,499)	(784)	0	0
(-) Ajustes No operativos que no implican flujo (incluye VPP)	(3,026)	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(21,855)	(23,016)	(23,685)	-23,282	-14,807
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(13,854)	(29,178)	(16,243)	-7,941	-647
(-)Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa	792	0	(402)	-427	1,442
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>265</b>	<b>(13,007)</b>	<b>5,998</b>	<b>25,487</b>	<b>(8,303)</b>
(-)Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones	0	0	0	0	0
<b>OTROS FINANCIAMIENTOS NETO</b>	<b>(35,349)</b>	<b>(3,584)</b>	<b>31,964</b>	<b>1,215</b>	<b>5,679</b>
Otros	0	0	0	0	0
<b>(FCN) Flujo de Caja Libre Neto</b>	<b>(35,083)</b>	<b>(16,591)</b>	<b>37,963</b>	<b>26,702</b>	<b>-2,624</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	34,730	34,393	(41,209)	-29,269	95
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	(353)	17,802	(3,246)	-2,567	-2,528
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	6,691	6,403	19,022	15,775	13,208
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	6,338	24,205	15,776	13,208	10,680
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	6,403	19,022	15,775	13,208	10,680
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	(65)	5,183	1	(0)	0
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	0	0	0	0	0
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	53,225	57,217	50,994	57,645	24,739
<b>BALANCE</b>					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	17,468	31,747	27,003	22,441	19,319
Activos Totales	258,672	310,953	261,893	251,068	243,629
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	40,347	65,752	66,095	64,371	73,524
Pasivo financiero Largo Plazo	94,324	103,312	61,760	34,215	25,157
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	134,670	169,064	127,855	98,586	98,681
Pasivos con Proveedores	32,296	49,905	44,831	53,929	50,690
Otros Pasivos	40,440	40,047	38,199	41,212	37,161
Pasivos Totales	207,406	259,015	210,884	193,726	186,532
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	51,267	51,937	51,009	57,342	57,095
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va	(20,126)	(19,071)	13,251	21,986	26,888
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	71,393	71,007	37,757	35,356	30,207
Capitalización ****	185,938	221,000	178,863	155,928	155,776

### CORPORATIVO

### EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A. E INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>					
<b>COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING</b>					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.13	4.06	4.05	6.00	6.82
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.80	1.99	2.76	5.17	6.65
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5.13	4.06	4.05	6.00	6.82
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x)	4.33	3.43	3.31	5.25	5.46
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x)	4.54	3.74	4.52	6.91	2.55
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.33	3.43	3.31	5.25	5.46
CFO/cargos fijos (x)	4.54	3.74	4.52	6.91	2.55
<b>APALANCAMIENTO</b>					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.53	2.95	2.51	1.71	1.99
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	2.20	2.40	1.98	1.32	1.60
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3.90	4.94	4.39	2.41	3.05
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	72.4%	76.5%	71.5%	63.2%	63.3%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	11.7%	10.3%	12.1%	16.2%	13.5%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.65	0.65	0.61	0.51	0.53
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	(10.31)	(13.58)	15.91	8.81	6.94
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	(10.31)	(13.58)	15.91	8.81	6.94
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	(6.69)	(8.87)	9.65	4.48	3.67
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	100%	-100%	-100%	-102%	-50%
<b>LIQUIDEZ</b>					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	30%	39%	52%	65%	75%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.86	0.52	0.44	0.63	0.44
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.27	0.75	0.67	4.76	0.47
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.29	1.00	0.85	0.98	0.70
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.91	0.59	0.67	0.88	0.15
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.35	0.85	1.02	6.60	0.16
CASH + Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.44	0.29	0.50	0.74	0.04
CASH + Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.44)	0.23	0.98	0.76	0.19
CASH + Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.65	0.41	0.76	5.58	0.04
CASH+ Flujo de Caja Libre Neto / Porción corriente de Deuda Financiera de corto plazo (x) Anual	(0.65)	0.33	1.50	5.72	0.21
<b>OTROS INDICES</b>					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	22,799.22	5,886.94	(13,718)	(37,093)	(39,325)
Liquidez Acida (x)	0.89	0.75	0.64	0.49	0.45
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.86	0.71	0.60	0.45	0.41
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.59	0.57	0.58	0.57	0.59
Patrimonio / Activo Total (x)	0.20	0.17	0.19	0.23	0.23
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	5.84	5.89	7.61	9.54	12.14
Días de cuentas por cobrar	61.59	61.13	47.31	37.74	29.66
Rotación de inventarios (x)	8.12	6.58	7.83	7.73	9.34
Días de inventarios	44.36	54.74	45.99	46.57	38.52
Rotación de cuentas por pagar (x)	8.36	5.51	6.08	5.45	7.92
Días de cuentas por pagar	43.06	65.35	59.23	66.01	45.43
Rotación Capital de Trabajo	11.84	46.70	(19.86)	(7.93)	(10.21)
Días de Capital de Trabajo	30.40	7.71	(18.12)	(45.40)	(35.24)
Días de Ciclo de Operación	(62.90)	(50.51)	(34.07)	(18.31)	(22.75)
Activo corriente / Pasivo corriente	1.23	1.04	0.90	0.75	0.74
<b>Vencimientos Deuda Financiera</b>					
<b>Año</b>	<b>dic-10</b>	<b>dic-11</b>	<b>dic-12</b>	<b>dic-13</b>	<b>jun-14</b>
Vencimientos Emision Obligaciones	64,327	84,985	58,004	34,346	30,134
Vencimientos Otra deuda Financiera	70,343	84,078	69,851	64,240	68,547
<b>Total</b>	<b>134,670</b>	<b>169,064</b>	<b>127,855</b>	<b>98,586</b>	<b>98,681</b>

### EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A.

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
<b>RESULTADOS</b>				
Ventas	420,758	429,331	460,216	235,555
% crecimiento	3.11%	2.04%	7.19%	2.37%
Costos	(286,144)	(285,327)	-318,557	-173,877
% crecimiento	6.0%	-0.3%	11.65%	9.17%
MARGEN BRUTO (%)	32.0%	33.5%	30.78%	26.18%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0
% crecimiento				
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	43,062	38,743	41,533	16,423
MARGEN EBITDA (%)	10.2%	9.0%	9.0%	7.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	43,062	38,743	41,533	16,423
MARGEN EBITDAR (%)	10.2%	9.0%	9.0%	7.0%
Cuota leasing del período	0	0	-	-
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	8,775	9,298	10,610	3,119
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	34,287	29,445	30,923	13,304
MARGEN EBIT (%)	8.1%	6.9%	6.7%	5.6%
Gasto Financiero del período	(12,592)	(11,624)	(10,457)	(2,726)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	3.0%	2.7%	2.3%	1.2%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	8.3%	7.9%	9.3%	5.8%
Impuestos a la renta	(6,025)	(6,374)	(5,621)	(3,342)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27.0%	32.0%	0	0
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	11.8%	12.1%	10.49%	0.74%
UTILIDAD NETA	16,268	14,592	17,129	7,332
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3.9%	3.4%	3.7%	3.1%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	41.9%	57.3%	66.1%	55.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	6.3%	6.1%	8.0%	7.2%
<b>FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)</b>				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	25,042	22,827	28,336	10,451
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	25,042	21,448	28,336	10,451
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(9,951)	25,840	17,949	-14,973
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>15,092</b>	<b>47,288</b>	<b>46,285</b>	<b>-4,522</b>
Inversión en Activos Fijos	(11,474)	(6,918)	-7,342	-704
Otras Inversiones, Neto	0	(402)	-427	0
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>3,618</b>	<b>39,968</b>	<b>38,516</b>	<b>-5,226</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	34,834	(43,297)	-27,085	-441
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(41,227)	(16,268)	-14,592	-8,863
Otros Financiamientos, Neto	(16,245)	16,335	502	12,104
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	(19,020)	(3,262)	-2,660	-2,425
<b>Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)</b>				
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>43,062</b>	<b>38,743</b>	<b>41,533</b>	<b>16,423</b>
(-) Gasto Financiero del período	(12,592)	(11,624)	-10,457	-2,726
(-) Impuesto a la renta del período	(6,025)	(6,374)	-5,621	-3,342
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total)	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>24,444</b>	<b>20,745</b>	<b>25,456</b>	<b>10,355</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	(9,951)	25,840	17,949	-14,973
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>14,494</b>	<b>46,585</b>	<b>43,404</b>	<b>-4,618</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,097	2,866	2,880	96
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	(2,499)	(784)	0	0
(-) Ajustes No operativos que no implican flujo (incluye VPP)	0	(1,380)	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(41,227)	(16,268)	-14,592	-8,863
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(11,474)	(6,918)	-7,342	-704
(-)Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa	0	(402)	-427	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>(37,609)</b>	<b>23,700</b>	<b>23,924</b>	<b>(14,089)</b>
(-)Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones	0	0	0	0
<b>OTROS FINANCIAMIENTOS NETO</b>	<b>(16,245)</b>	<b>16,335</b>	<b>502</b>	<b>12,104</b>
Otros	0	0	0	0
<b>(FCN) Flujo de Caja Libre Neto</b>	<b>(53,854)</b>	<b>40,035</b>	<b>24,425</b>	<b>-1,984</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	34,834	(43,297)	-27,085	-441
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	(19,020)	(3,262)	-2,660	-2,425
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	6,789	19,022	15,761	13,100
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	(12,231)	15,761	13,101	10,675
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	19,022	15,761	13,100	10,675
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	(31,254)	(0)	1	0
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	0	0	0	0
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	43,062	38,743	41,533	16,423
<b>BALANCE</b>				
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	31,747	26,989	22,333	19,315
Activos Totales	257,639	218,609	207,508	199,463
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	66,192	64,447	64,907	73,525
Pasivo financiero Largo Plazo	103,312	61,760	34,215	25,157
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	169,504	126,207	99,122	98,681
Pasivos con Proveedores	34,248	38,040	47,574	44,681
Otros Pasivos	27,579	29,729	33,644	30,463
Pasivos Totales	231,331	193,977	180,340	173,825
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	26,308	24,632	27,169	25,639
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	(56,268)	(40,417)	(37,087)	(27,711)
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	82,576	65,049	64,256	53,350
Capitalización ****	195,812	150,839	126,292	124,320

### EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A.

(Miles de USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>				
<b>COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING</b>				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.42	3.33	3.97	6.02
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.51	2.74	3.27	5.77
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3.42	3.33	3.97	6.02
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x)	2.94	2.78	3.43	4.80
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x)	2.15	5.01	5.15	(0.69)
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.94	2.78	3.43	4.80
CFO/cargos fijos (x)	2.15	5.01	5.15	(0.69)
<b>APALANCAMIENTO</b>				
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.94	3.26	2.39	3.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	3.20	2.56	1.85	2.42
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6.93	6.08	3.89	4.76
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	86.6%	83.7%	78.5%	79.4%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	8.8%	12.4%	17.1%	14.4%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.73	0.65	0.55	0.57
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	(4.11)	(4.80)	(4.86)	(6.27)
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	(4.11)	(4.80)	(4.86)	(6.27)
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	(3.01)	(3.12)	(2.67)	(3.56)
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	-179%	-100%	-100%	-52%
<b>LIQUIDEZ</b>				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	39%	51%	65%	75%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.37	0.32	0.39	0.28
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.54	0.48	1.47	0.30
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.85	0.74	0.74	0.54
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.22	0.72	0.67	(0.13)
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.32	1.07	2.51	(0.13)
CASH + Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.09)	0.79	0.71	(0.12)
CASH + Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.33)	1.04	0.72	0.21
CASH + Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	(0.13)	1.16	2.68	(0.13)
CASH+ Flujo de Caja Libre Neto / Porción corriente de Deuda Financiera de corto plazo (x) Anual	(0.49)	1.54	2.71	0.22
<b>OTROS INDICES</b>				
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	22,353	(6,181)	(32,785)	(32,332)
Liquidez Acida (x)	0.92	0.73	0.54	0.48
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.86	0.67	0.49	0.45
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.60	0.59	0.56	0.60
Patrimonio / Activo Total (x)	0.10	0.11	0.13	0.13
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	5.84	7.55	9.71	10.44
Días de cuentas por cobrar	61.70	47.67	37.07	34.48
Rotación de inventarios (x)	8.99	10.72	10.92	8.87
Días de inventarios	40.03	33.57	32.96	40.57
Rotación de cuentas por pagar (x)	8.36	7.50	6.70	7.78
Días de cuentas por pagar	43.09	48.00	53.76	46.25
Rotación Capital de Trabajo	12.80	(46.17)	(9.72)	(10.76)
Días de Capital de Trabajo	28.12	(7.80)	(37.05)	(33.47)
Días de Ciclo de Operación	(58.63)	(33.25)	(16.27)	(28.79)
Activo corriente / Pasivo corriente	1.19	0.95	0.76	0.76

### Vencimientos Deuda Financiera

Año	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
Vencimientos Emision Obligaciones	84,985	58,004	34,346	30,134
Vencimientos Otra deuda Financiera	84,519	68,204	64,776	68,547
<b>Total</b>	<b>169,504</b>	<b>126,207</b>	<b>99,122</b>	<b>98,681</b>

### EMPRESA: INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
<b>RESULTADOS</b>					
Ventas	64,721	61,774	60,747	67,919	39,204
% crecimiento		-4.55%	-1.66%	11.81%	15.45%
Costos	(50,699)	(47,106)	(45,757)	(49,570)	(26,960)
% crecimiento		-7.1%	-2.9%	8.3%	8.8%
MARGEN BRUTO (%)	21.7%	23.7%	24.7%	27.0%	31.2%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,030	14,182	14,013	16,874	11,192
MARGEN EBITDA (%)	20.1%	23.0%	23.1%	24.8%	28.5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,030	14,182	14,013	16,874	11,192
MARGEN EBITDAR (%)	20.1%	23.0%	23.1%	24.8%	28.5%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	1,860	2,419	1,525	1,796	1,460
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11,170	11,763	12,488	15,079	9,732
MARGEN EBIT (%)	17.3%	19.0%	20.6%	22.2%	24.8%
Gasto Financiero del período	(262)	(1,501)	(1,699)	(1,641)	(899)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0.4%	2.4%	2.8%	2.4%	2.3%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7.1%	11.9%	6.9%	5.3%	6.6%
Impuestos a la renta	(2,856)	(2,921)	(2,820)	(1,548)	(1,605)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	26.1%	28.5%	26.1%	11.5%	18.2%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
UTILIDAD NETA	8,773	7,417	8,165	11,963	7,228
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	13.6%	12.0%	13.4%	17.6%	18.4%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	34.1%	28.4%	31.4%	42.3%	46.9%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	19.2%	12.4%	11.4%	16.3%	20.3%
<b>FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)</b>					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	10,632	9,836	9,690	13,758	8,688
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No Operativos	9,932	9,760	9,494	13,686	8,688
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(3,605)	10,073	(11,220)	(2,958)	5,772
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>6,327</b>	<b>19,832</b>	<b>(1,726)</b>	<b>10,728</b>	<b>14,460</b>
Inversión en Activos Fijos	(5,161)	(22,463)	(9,302)	(3,938)	(647)
Otras Inversiones, Neto	0	0	(20)	1,862	184
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos operativos)</b>	<b>1,166</b>	<b>(2,631)</b>	<b>(11,048)</b>	<b>8,652</b>	<b>13,996</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	7,391	10,368	13,643	(393)	(7,250)
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(7,181)	(8,308)	(7,417)	(8,165)	(5,945)
Otros Financiamientos, Neto	(1,350)	506	4,836	0	(905)
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	26	(64)	14	94	(104)
<b>Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)</b>					
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>13,030</b>	<b>14,182</b>	<b>14,013</b>	<b>16,874</b>	<b>11,192</b>
(-) Gasto Financiero del período	(262)	(1,501)	(1,699)	(1,641)	(899)
(-) Impuesto a la renta del período	(2,856)	(2,921)	(2,820)	(1,548)	(1,605)
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total)	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>9,912</b>	<b>9,760</b>	<b>9,494</b>	<b>13,686</b>	<b>8,688</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	(3,605)	10,073	(11,220)	(2,958)	5,772
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>6,307</b>	<b>19,832</b>	<b>(1,726)</b>	<b>10,728</b>	<b>14,460</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	21	0	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(-) Ajustes No operativos que no implican flujo (incluye VPP)	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(7,181)	(8,308)	(7,417)	(8,165)	(5,945)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(5,161)	(22,463)	(9,302)	(3,938)	(647)
(-)Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa	0	0	(20)	1,862	184
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>(6,015)</b>	<b>(10,939)</b>	<b>(18,465)</b>	<b>487</b>	<b>8,051</b>
(-)Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones	0	0	0	0	0
OTROS FINANCIAMIENTOS NETO	(1,350)	506	4,836	0	(905)
Otros	0	0	0	0	0
<b>(FCN) Flujo de Caja Libre Neto</b>	<b>(7,365)</b>	<b>(10,432)</b>	<b>(13,629)</b>	<b>487</b>	<b>7,147</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	7,391	10,368	13,643	(393)	(7,250)
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	26	(64)	14	94	(104)
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	38	64	0	14	108
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	64	0	14	108	5
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	64	0	14	108	5
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	(0)	0	(0)	(1)	(0)
FFO MARGEN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	0	0	0	0	0
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	13,030	14,182	14,013	16,874	11,192
<b>BALANCE</b>					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	64	0	14	108	5
Activos Totales	48,529	71,051	72,433	74,569	67,769
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	7,391	17,759	31,402	31,009	23,759
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	0	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	7,391	17,759	31,402	31,009	23,759
Pasivos con Proveedores	3,834	15,480	6,841	6,368	5,854
Otros Pasivos	10,786	12,184	7,814	7,018	6,699
Pasivos Totales	22,011	45,423	46,057	44,395	36,312
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	26,519	25,628	26,376	30,174	31,457
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	20,288	20,223	25,515	28,356	30,234
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	6,230	5,405	861	1,818	1,222
Capitalización ****	33,910	43,387	57,778	61,183	55,216

### EMPRESA: INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>					
<b>COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING</b>					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	49.66	9.45	8.25	10.29	12.45
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	29.99	(5.52)	2.77	7.89	11.73
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	49.66	9.45	8.25	10.29	12.45
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x)	38.78	7.50	6.59	9.34	10.66
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x)	25.04	14.21	(0.02)	7.54	17.08
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	38.78	7.50	6.59	9.34	10.66
CFO/cargos fijos (x)	25.04	14.21	(0.02)	7.54	17.08
<b>APALANCAMIENTO</b>					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.57	1.25	2.24	1.84	1.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	0.56	1.25	2.24	1.83	1.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0.75	1.82	3.31	2.27	1.37
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	21.8%	40.9%	54.3%	50.7%	43.0%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	38.3%	53.5%	66.6%	71.3%	65.4%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.34	0.39	0.68	0.70	0.65
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.08	2.25	1.81	1.57	1.20
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.08	2.25	1.81	1.57	1.20
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.36	0.88	1.23	1.09	0.79
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	-100%	-95%	-100%	-100%	-50%
<b>LIQUIDEZ</b>					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	100%	100%	100%	100%	100%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.34	0.55	0.30	0.44	0.73
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual					
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.35	0.55	0.30	0.44	0.73
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.85	1.12	(0.05)	0.35	1.22
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual					
CASH + Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.81)	(0.62)	(0.59)	0.02	0.68
CASH + Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.99)	(0.59)	(0.43)	0.02	0.60
CASH + Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual					
CASH+ Flujo de Caja Libre Neto / Porción corriente de Deuda Financiera de corto plazo (x) Anual					
<b>OTROS INDICES</b>					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(6,330)	(27,392)	(34,663)	(32,877)	(29,987)
Liquidez Acida (x)	0.38	0.13	0.02	0.05	0.03
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.06	0.01	0.01	0.01	0.00
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.61	0.35	0.20	0.24	0.14
Patrimonio / Activo Total (x)	0.55	0.36	0.36	0.40	0.46
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	56.76	150.81	226.66	233.30	538.00
Días de cuentas por cobrar	6.34	2.39	1.59	1.54	0.67
Rotación de inventarios (x)	8.39	4.72	5.57	5.58	14.20
Días de inventarios	42.91	76.30	64.59	64.53	25.35
Rotación de cuentas por pagar (x)	13.22	3.04	6.69	7.78	9.21
Días de cuentas por pagar	27.22	118.30	53.82	46.25	39.08
Rotación Capital de Trabajo	(8.01)	(1.72)	(1.32)	(1.51)	(1.80)
Días de Capital de Trabajo	(44.95)	(209.34)	(272.72)	(238.77)	(200.20)
Días de Ciclo de Operación	(66.98)	(169.73)	(285.07)	(258.59)	(187.14)
Activo corriente / Pasivo corriente	0.68	0.37	0.21	0.25	0.14

<b>Vencimientos Deuda Financiera</b>					
Año	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
Vencimientos Emision Obligaciones	0	0	0	0	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	7,391	17,759	31,402	31,009	23,759
<b>Total</b>	<b>7,391</b>	<b>17,759</b>	<b>31,402</b>	<b>31,009</b>	<b>23,759</b>



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2014.