

Ecuador
Papel Comercial

NESTLÉ ECUADOR S.A.

Calificación Inicial

| Título: | Calif. Actual | Calif. Anterior | Ultimo cambio |
|--------------------------|---------------|-----------------|---------------|
| Papel Comercial USD 50MM | AAA | N/A | N/A |

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 | dic-14 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| Activos | 290.387 | 280.809 | 290.075 |
| Ventas* | 430.670 | 452.400 | 511.813 |
| Margen EBIT (%) | 11,0% | 11,8% | 11,7% |
| ROA (%) | 9,6% | 12,4% | 13,7% |
| Deuda Fin./ Capitalización (%) | 65,4% | 55,8% | 48,1% |
| Deuda Financiera Tot/ FFO (x) | 3,74 | 1,95 | 1,76 |

Cifras combinadas de Nestlé, Surindu y Ecuajugos

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

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

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación decidió mantener la calificación al presente Programa de Papel Comercial de USD 50MM de Nestlé Ecuador S.A., en la categoría 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 las consolidadas y combinadas del Grupo local, debido a la estrecha vinculación estratégica, comercial y financiera con Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos 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 a sus relacionadas aportan positivamente para que Nestlé Ecuador mantenga una sólida capacidad de generación de ingresos y flujos operativos.

A dic-2014 se alcanzó un crecimiento en ventas mayor al de los dos años anteriores, que absorbió con amplitud un ligero crecimiento del costo, logrando así un crecimiento importante del EBITDA. Si bien se tuvo que financiar un incremento de capital de trabajo, se mantienen las estrategias de optimización de capital de trabajo y mayor eficiencia operacional, que junto con la recuperación de una parte de cuentas con relacionadas permitieron reducir la deuda financiera y el pago del 60% de los 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 y la adquisición de nueva deuda. 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: 28/febrero/2015

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/diciembre/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.

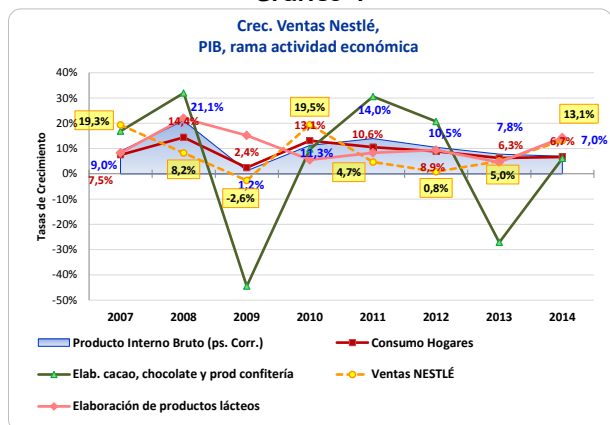
www.bankwatchratings.com

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

| Características Papel Comercial USD 50MM | |
|--|--|
| Monto Total del Programa: | USD 50 Millones |
| Monto primera Emisión: | USD 20 Millones |
| Fecha Aprobación SIC: | 11/09/2014 |
| Fecha Colocación: | 23/09/2014 |
| Fecha Vencimiento: | 31/08/2016 |
| Monto Colocado: | USD 50 Millones |
| Monto en Circulación: | USD 48.57MM |
| Plazo total del programa: | 720 días, revolvente 1 a 359 días |
| 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. |

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

Gráfico 1



Fuente: BCE, Combinado Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos 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 2010 hasta el 2014 (crece en 8.4% promedio 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 el último año muestran un desempeño positivo las dos ramas de productos, especialmente productos lácteos, que creció sobre el PIB y el

consumo de los hogares, debido al desarrollo del sector y a la variedad de productos que han logrado penetrar en el mercado.

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 2015 indican que el crecimiento del PIB real disminuirá a alrededor de 3.5% y 4.1%, por lo que las perspectivas de crecimiento de las ventas de Nestlé de 6% en términos nominales son factibles con esas tendencias. Adicionalmente el 14% de las ventas de la empresa son exportaciones, lo que ayuda a mitigar el menor ritmo de crecimiento interno.

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.

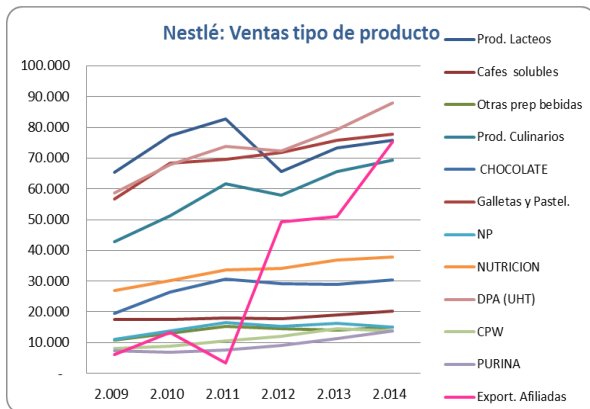
Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su gestión están entre otros, mantener relaciones estables con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones 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 dieciocho compañías de mayor volumen en ventas a nivel

nacional conforme datos al 2013 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 fueron el 7.65% y estuvieron 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. En el 2014 las ventas al exterior alcanzan una participación de alrededor de 14%. 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

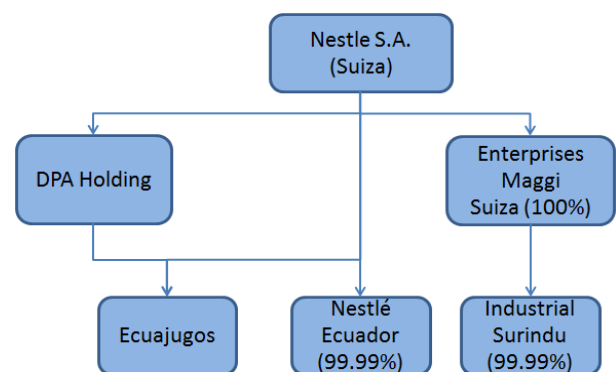
participación de cada uno por área geográfica y línea de producto depende de la estrategia global de la empresa, que realiza un análisis de los canales utilizados, de la eficiencia de rutas y de las frecuencias a cubrir, buscando una mayor eficiencia y rentabilidad de la red, un manejo adecuado de los 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 sensibilidad del costo de venta al precio internacional de las materias primas, costos de importación y disponibilidad. Para la adquisición de inventario de cacao trabajan con una cobertura financiera para el precio. La administración espera que las restricciones a las importaciones vigentes en este año no les afecté debido a que tienen cupos suficientes gracias a su nivel de exportaciones.

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 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 últimos cuatro años el grupo local ha invertido alrededor de USD 80MM. Para los siguientes dos años se planifica un monto menor de inversiones de capital, que en conjunto sumarían USD 35MM, repartidos en Nestlé, Industrial Surindu y Ecuajugos.

▪ **ESTRUCTURA DE LAS EMPRESAS RELACIONADAS**



Fuente: Nestlé Ecuador S.A. Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos. Elaboración: BWR



En el 2014 se concretó la compra por parte de Nestlé S.A. (Suiza) de las acciones de Ecuajugos al grupo Frontera, con lo cual adquirió el control de esta empresa. Nestlé S.A. mantiene directamente el 47% de las acciones de Ecuajugos, y el 53% pertenece a DPA Holdings, empresa que consolida con el Grupo.

Millones de USD

| dic-14 | Nestlé Ecuador | Balance Combinado |
|-------------------------------------|----------------|-------------------|
| Activos | 204,2 | 290,1 |
| Deuda Financiera | 89,3 | 89,3 |
| EBITDA | 41,2 | 70,1 |
| Deuda Financiera/ Ebitda (Veces) | 2,17 | 1,27 |

Fuente: Nestlé Ecuador.

Nestlé Ecuador S.A., Industrial Surindu S.A., y Ecuajugos S.A. son compañías relacionadas por su accionista. Tanto Nestlé Ecuador como Enterprises Maggi, Industrial Surindu y Ecuajugos S.A. consolidan ahora sus balances con Nestlé S.A. (Suiza). Por esta razón se han realizado Estados Financieros consolidados y combinados de las tres empresas del Grupo en Ecuador.

Los productos lácteos y otras bebidas preparadas comercializadas por Nestlé Ecuador son fabricados en el país por Ecuajugos S.A.

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. Lo que también da cuenta de la relación estrecha en el manejo financiero del Grupo.

Los productos terminados importados son adquiridos de compañías relacionadas en el exterior.

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 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 a 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, 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 octubre 2014.

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, a diciembre-2014 tiene un activo total de USD 72.76MM, y no tiene deuda con instituciones financieras puesto que Nestlé Ecuador le provee el flujo financiero necesario. A diciembre-2014 la deuda financiera con Nestlé Ecuador asciende a USD 89.27MM.

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 la realiza a través de centros regionales. Actualmente Ecuador es parte del grupo regional Bolivariano conjuntamente con Colombia. A partir del año



2015 Ecuador reportará 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.

En el 2015 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 los estados financieros directos a Dic-2014.

Adicionalmente, se analizan los estados financieros consolidados y combinados directos de Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A., de los años 2011 y 2012, que son presentados conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFS). En el año 2014 se combina también la empresa Ecuajugos S.A. por lo que se analizan los estados financieros consolidados y combinados auditados de Nestlé Ecuador S.A., Industrial Surindu S.A., y de Ecuajugos S.A. del año 2013, comparados con 2012, y los estados financieros directos combinados a dic-2014. Los estados financieros auditados no presentan observaciones ni salvedades.

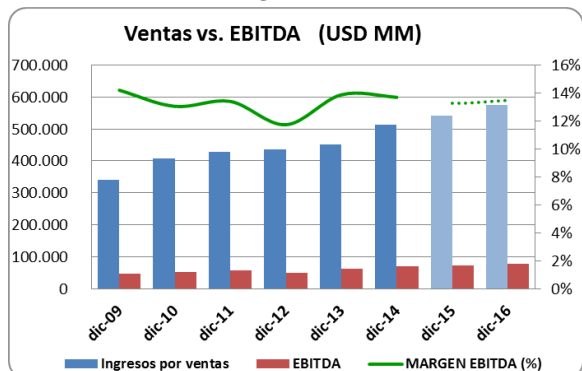
Se analizaron también los estados financieros de Industrial Surindu S.A. auditados por KPMG de los años 2011 al 2013 y los estados financieros directos a dic-2014, considerando que esta empresa es garante solidaria de esta emisión hasta por la suma de 35 millones de dólares.

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

Si no se indica lo contrario, las cifras, gráficos y cuadros del informe muestran las cifras combinadas.

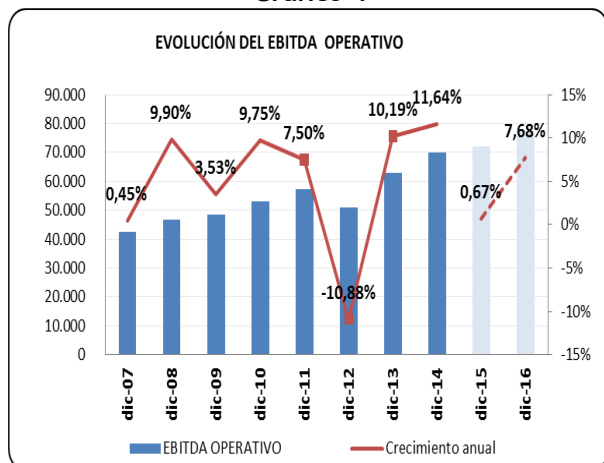
▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 3



Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A. Ecuajugos en 2013 y 2014 Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

Gráfico 4



Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A. Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos en 2013 y 2014 Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

La empresa mantiene una gestión operativa rentable, una sólida capacidad de generación de ingresos, y 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 2014 las ventas se incrementaron en 13.1%, superando las metas de crecimiento del Grupo (6%). Si bien se elevó el costo de ventas haciendo que el margen bruto disminuya de 38.14% a 36.77%, al mismo tiempo se consiguió una mayor eficiencia de gastos operacionales, disminuyendo el peso del gasto operacional de 26.35% a 25.09%; gracias a esto el EBITDA (USD70.05 MM a dic-2014) se elevó en 11.64%. El margen EBITDA disminuye ligeramente de 13.87% a 13.69%

En Nestlé individual las ventas crecen en 11.6% y en EBITDA en 9.64%, en menor proporción por los costos fijos mayores de Nestlé individual.

Para los años 2015 a 2016, se prevé un crecimiento anual en ventas alrededor del 6%, que sería consistente con el crecimiento proyectado del PIB del Ecuador en términos corrientes, aunque menor al conseguido en el 2014.

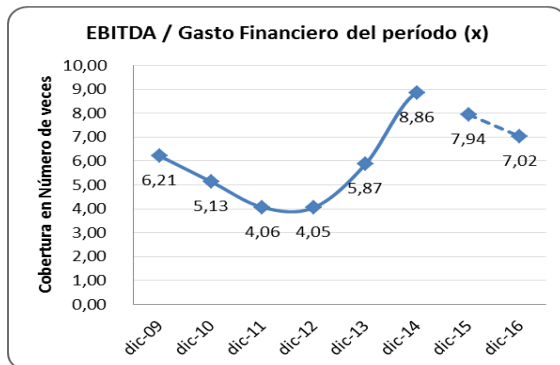
Las exportaciones a empresas relacionadas se mantienen como un rubro importante; a dic-2014 representaron el 14% de las ventas del período que se espera al menos mantenerlas en el este año. Si bien este es un rubro que ha sido históricamente volátil, en los tres últimos años apoyan la generación de ingresos de la empresa y han adquirido mayor relevancia y estabilidad.

El gasto operacional consolidado y combinado (Nestlé, Surindu y Ecuajugos) del 2014 se ubicó en 25.09% sobre ventas, con la clara tendencia de mayor eficiencia en los últimos tres años, 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 29.34% sobre ventas.

Para los próximos tres años hemos considerado una estimación promedio de 25% de carga operacional sobre ventas, manteniendo así el nivel de eficiencia alcanzado en este año, aunque las expectativas de la empresa es continuar con el proceso de mejoramiento.

En el balance individual se observan mejores indicadores, con mayor eficiencia y también con tendencia a mejorar. La carga operacional en el 2014 está alrededor del 22.61% (25.81% a dic-2012).

Gráfico 5



Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A. Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos a 2013 y 2014. 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 5.87 y 8.86 veces a dic-2013 y dic-2014, respectivamente. Para los siguientes años se podría esperar que esta relación se mantenga en promedio en 7.5, aumentando ligeramente, por el crecimiento de la deuda financiera, respecto de dic-2014.

Los impuestos pagados ejercen una fuerte presión sobre los resultados. Solamente el impuesto a la renta representa el 25.45% de la gestión antes de impuestos a dic-2014, y 24.1% 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 y combinado del año 2014 es de USD 39.2MM con un crecimiento de 10% respecto del 2013, que también ya mostró un crecimiento importante de 38% respecto del 2012, que revirtió la tendencia observada los tres años anteriores, gracias a la reducción del gasto financiero y un impuesto a la renta efectivo menor.

Lo anterior también se reflejó en una mejora en los índices de rentabilidad ROA y ROE, que comparan positivamente con otras compañías alimenticias dentro del mercado nacional. En el 2014 el indicador de rentabilidad sobre patrimonio disminuye ligeramente debido a que las mayores utilidades del período se encuentran aún dentro del balance. Pero el ROA mantiene su tendencia positiva llegando a 13.73%.

La perspectiva para los siguientes años es que el ROA se ubique en niveles cercanos al 13%.

Estructura del Balance

ACTIVOS

| | dic-12 | dic-13 | dic-14 |
|--|--------|--------|--------|
| Total Activo Corriente | 46,5% | 42,0% | 45,1% |
| Fondos Disponibles | 6,0% | 5,5% | 8,1% |
| Cuentas por Cobrar Comerciales Netas | 20,6% | 14,6% | 12,6% |
| Inventarios Neto | 13,3% | 16,0% | 18,5% |
| Otras cuentas por cobrar (afecta al flujo) | 1,9% | 2,4% | 2,6% |
| Gastos pagados por anticipado | 0,3% | 0,2% | 0,2% |
| Total Activo No Corriente | 53,5% | 58,0% | 54,9% |
| Propiedades | 41,4% | 48,4% | 47,0% |
| Cuentas por Cobrar LP Accionistas/Rela | 10,0% | 8,2% | 6,8% |
| Activos Diferidos / Gastos Preoperativo | 1,3% | 0,2% | 0,3% |
| ACTIVOS TOTALES | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A. Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos a 2013 y 2014. Elaboración: BWR

PASIVOS

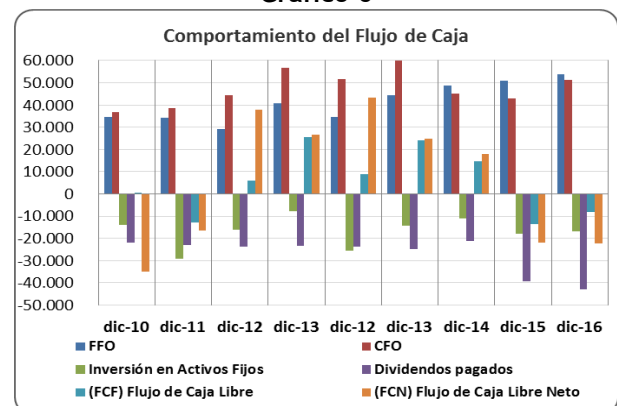
| | dic-12 | dic-13 | dic-14 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|
| Total Pasivo Corriente | 51,69% | 54,42% | 56,30% |
| Deuda Financiera CP | 25,24% | 23,11% | 25,36% |
| Deuda Comercial | 17,12% | 19,61% | 18,78% |
| Otros Pasivos CP | 9,34% | 11,69% | 12,16% |
| Total Pasivo LP | 28,83% | 17,67% | 10,53% |
| PATRIMONIO | 19,48% | 27,91% | 33,17% |

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 y Combinado Nestlé Ecuador S.A. Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos a 2013 y 2014. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

En los tres últimos años el mejoramiento del flujo de fondos operativos conjuntamente la política de optimización 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.

En el 2014 la generación operativa absorbió un mayor requerimiento de capital de trabajo proveniente de inventarios, a lo que se sumó un menor financiamiento de proveedores debido a las menores importaciones realizadas en el período. No obstante, el CFO es suficiente para cubrir tanto la inversión en CAPEX como el pago del 60% de los dividendos, generando un flujo de caja libre positivo, que fue utilizado para reducir el endeudamiento financiero en alrededor de USD9.9MM; además, el cobro de una parte de deudas con relacionadas, que aportaron para que los recursos líquidos crecieran en el año en alrededor de USD 7.95MM.

Considerando la política de dividendos a casa matriz y las inversiones de capital programadas, se esperaría un incremento de la deuda financiera en los próximos dos 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 45 días en 2012 a 36 días en 2013 y 29 días en 2014. Aunque la empresa ha creado mecanismos de recuperación que incentivan el pronto pago a sus clientes, dentro de la proyección utilizamos un supuesto más conservador de 33.5 días.

El último año también se benefició de un plazo mayor de financiamiento de sus proveedores locales, que la empresa prevé se mantenga en niveles similares en los próximos años. No obstante, los días de cuentas por pagar totales disminuyen coyunturalmente a dic-2014, por lo señalado en párrafos anteriores.

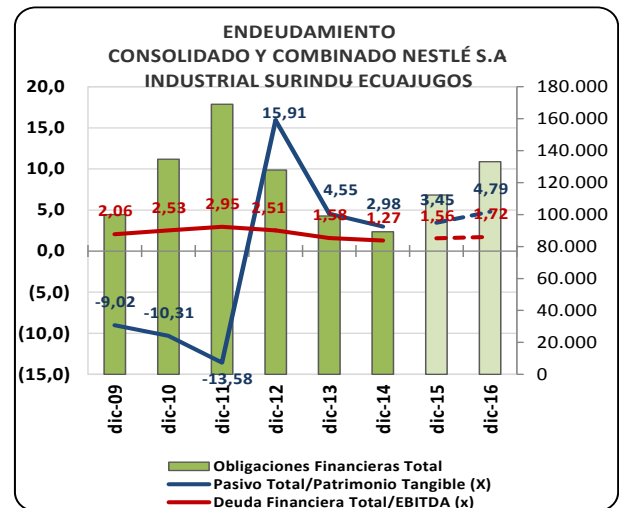
Se esperaría que en el futuro el crecimiento en ventas genere nuevos requerimientos de flujos para financiar el aumento del capital de trabajo.

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 balance consolidado y combinado. La empresa genera un flujo suficiente para el pago de dividendos y ha requerido financiamiento para una parte de sus inversiones; en los tres últimos años generó un flujo suficiente para cubrir las inversiones en CAPEX y para reducir deuda financiera, apoyado también por la recuperación de parte de cuentas por cobrar a relacionadas. Se debe señalar que a dic-2014 si bien el flujo de caja libre es positivo, se ha cancelado únicamente el 60% de los dividendos correspondientes a la utilidad del 2013.

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 y combinados reflejan de mejor forma la capacidad de pago de Nestlé Ecuador. Nestlé Ecuador provee a Surindu y a Ecuajugos de flujos de capital de trabajo e inversión a través de préstamos con intereses de mercado, por lo que a dic-2014 Surindu no tiene deudas con entidades financieras.

Gráfico 7



Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A., Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos a 2013 y 2014. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

El gráfico 7 muestra el comportamiento y las perspectivas de la deuda consolidada y combinada de Nestlé, Surindu y Ecuajugos (desde el año 2013) en relación al EBITDA y al patrimonio tangible. El mayor nivel de endeudamiento financiero se registró en el 2011, mientras que en los años siguientes 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 hacen 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 mayor flexibilidad financiera, suficiente para cubrir los riesgos propios del negocio.

En el balance individual de Nestlé Ecuador, los indicadores de endeudamiento son mayores a los consolidados y combinados (gráfico 7), debido a que mientras la deuda financiera con bancos y el mercado de valores están en el balance de Nestlé Ecuador, el EBITDA es menor, ya que corresponde únicamente a Nestlé.

De igual forma el patrimonio tangible individual es menor ya que no considera las cuentas por cobrar a relacionadas o accionistas, y otras cuentas por cobrar no comerciales; valores que son importantes dado que Nestlé es la que provee las necesidades del capital de trabajo de Industrial Surindu y Ecuajugos. A dic-2014 se restan al patrimonio alrededor de USD 51.7MM. En el balance consolidado y combinado algunas de estas cuentas relacionadas desaparecen ya que son préstamos de Nestlé a Surindu y Ecuajugos.

En el balance individual, a dic-2014, la deuda financiera / EBITDA es 2.17 veces. A mediados del año este indicador suele incrementarse debido a los requerimientos estacionales de capital de trabajo y al pago de dividendos.

A dic-2014 la relación de deuda financiera total/ EBITDA del consolidado y combinado es 1.24:1 (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 incremente para mantener su planificación de inversiones, el crecimiento y su política de dividendos. No obstante, el apalancamiento se mantendría en niveles relativamente bajos.

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.

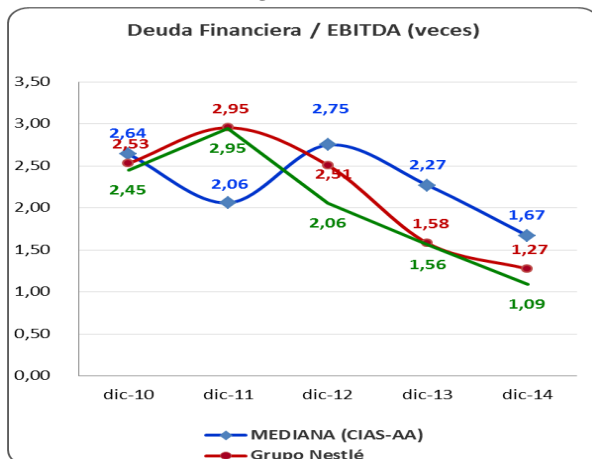
El programa de emisión de papel comercial que analizamos tiene un plazo total de 720 días, para emitir papeles de hasta 359 días, y está siendo utilizado para reestructuración de pasivos bancarios. Debido al plazo de los papeles no se ha logrado mejorar la estructura de la deuda que ahora se concentra el 82.4% en el corto plazo, aunque le ha permitido una mayor diversificación en las fuentes de financiamiento y a un menor costo financiero (alrededor de 3.84% promedio).

El pasivo con el mercado de valores representaría el 45% del pasivo de Nestlé individual y el 38.5% del pasivo consolidado y combinado, los porcentajes se reducen 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. Al momento el papel comercial vigente (neto de descuento en venta) es de USD 48.9MM, con un plazo promedio ponderado de 216 días. El total de la deuda financiera con el mercado de valores constituye el 83.6% de la deuda financiera.

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 3.25% al 8.75% con plazos de hasta tres años, pero al momento concentradas en el corto plazo.

Gráfico 8



Fuente: Combinado y Consolidado Nestlé, Industrial Surindu y Ecuajugos. Elaboración: BWR.

*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

Deuda Financiera: vencimientos

| Nestlé Consolidado a Dic-2014 | Miles USD | % |
|-------------------------------|-----------|------|
| Deuda Financiera Total | 89.266 | 100% |
| Pagos Corrientes: | 73.574 | 82% |
| Pagos No Corrientes: | 15.693 | 18% |

| Nestlé consolidado a Dic-2014 | Miles USD | % |
|-------------------------------|---------------|-------------|
| Corriente | 64.907 | 65,5% |
| No corriente | 34.215 | 34,5% |
| Dos años | 17.589 | 17,7% |
| Tres años | 7.020 | 7,1% |
| Cuatro Años | 9.606 | 9,7% |
| Total | 99.122 | 100% |

Fuente: Nestlé Ecuador. Elaboración: BWR

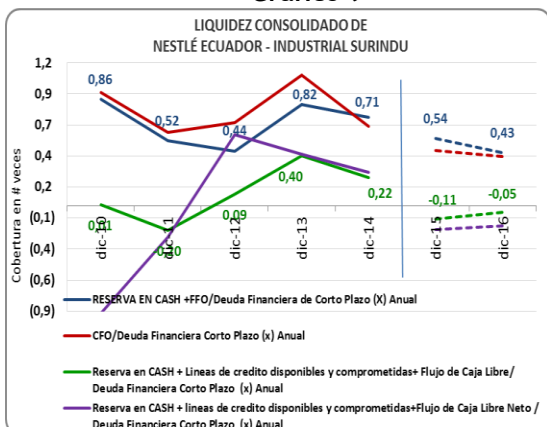
En Nestlé individual está la deuda del grupo, las otras empresas no tienen deuda financiera. La deuda financiera constituye el 54.6% del pasivo total.

Los otros pasivos de largo plazo están constituidos por las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio. Este pasivo tiene un peso de 7.7% 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 al 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 (USD 6.2MM para estos contingentes), que cubren aproximadamente el 87.4% del contingente.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

Gráfico 9



Fuente: Consolidado Nestlé Ecuador S.A. Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos a 2013 y 2014. Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

El gráfico anterior muestra la evolución de los niveles de liquidez de la compañía. Si bien en el 2014 el EBITDA es mayor en 11.64% al año anterior, la liquidez se presiona debido a que a diferencia de los años anteriores, la empresa necesitó financiar un mayor requerimiento de capital de trabajo, y realizó un pago de impuestos mayor a los del año anterior. Por esta razón el CFO disminuye en 27% anual.

Luego de cubrir el pago parcial de dividendos y la inversión en CAPEX, la empresa termina el año con un flujo de caja libre positivo que sirvió para reducir la deuda financiera total.

Por otro lado, en este año se aprecia un incremento de la deuda de corto plazo, que presiona los indicadores de liquidez.

En los próximos dos años, la empresa generaría un CFO suficiente para cubrir holgadamente su inversión en CAPEX planificada; no obstante, el pago de dividendos que demanda su política, haría que la empresa termine con flujos de caja libre negativos y por tanto requiera refinanciar su deuda y aumentar el endeudamiento.

En el balance individual Nestlé se observan las mismas tendencias que en el consolidado aunque los indicadores de liquidez son más apretados porque la deuda financiera del grupo se concentra en este balance.

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 | dic-14 |
| Activo Líquido (USD M) | 31.926 |
| Activo Ajustado (USD M) | 152.427 |
| Activo Total (USD M) | 204.222 |

| 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 | 33.357 | 33.357 | 0,957 | 4,57 |
| 2da | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | - | 33.357 | 0,957 | 4,57 |
| 3era | Deuda sin garantía específica de balance | 130.199 | 163.556 | 0,195 | 0,93 |
| TOTAL | | 163.556 | 163.556 | 0,195 | 0,93 |

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.

Para el cálculo del activo ajustado se parte del valor en libros de los activos totales, y se restan los préstamos a accionistas, cuentas por cobrar a relacionadas, activos diferidos y activos intangibles.

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 25.75MM) más los USD 50MM de este programa de Papel Comercial exceden en USD 12.15MM el 200% del patrimonio de Nestlé Ecuador (USD 63.6MM). La fianza

solidaria de Industrial Surindu por hasta USD 35MM cubre en 2.9 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 | dic-14 |
| Activo Líquido (USD M) | 26.61 |
| Activo Ajustado (USD M) | 71.826 |
| Activo Total (USD M) | 72.755 |

| 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 | 6.865 | 6.865 | 0,004 | 10,46 |
| 2da | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | - | 6.865 | 0,004 | 10,46 |
| 3era | Deuda sin garantía específica de balance + 35MM garantía PC Nestlé | 29.371 | 36.236 | 0,001 | 1,98 |
| TOTAL | | 36.236 | 36.236 | 0,001 | 1,98 |

Fuente: Ind. Surindu. Elaboración: BWR

De acuerdo a la certificación suscrita por Nestlé Ecuador, el Emisor cumple actualmente con los resguardos de Ley.

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 25.7MM.

El Papel Comercial que estamos analizando fue colocado totalmente entre el 23 de septiembre y el 19 de noviembre del 2014, a la fecha de corte tiene un saldo insoluto de USD 48.565M, con vencimientos hasta el 15 de noviembre del 2015.

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. y ECUAJUGOS DESDE 2013

| (Miles de USD) | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 |
|---|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| RESULTADOS | | | | | |
| Ventas | 408.070 | 427.061 | 434.699 | 452.400 | 511.813 |
| % crecimiento | 19,5% | 4,65% | 1,79% | 5,05% | 13,13% |
| Costos | -270.028 | -274.898 | -272.485 | -279.862 | -323.619 |
| % crecimiento | 34,1% | 1,8% | -0,9% | 8,87% | 15,64% |
| MARGEN BRUTO (%) | 33,8% | 35,6% | 37,3% | 38,14% | 36,77% |
| Otros Ingresos Operativos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % crecimiento | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 53.225 | 57.217 | 50.994 | 62.751 | 70.052 |
| MARGEN EBITDA (%) | 13,0% | 13,4% | 11,7% | 13,9% | 13,7% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 53.225 | 57.217 | 50.994 | 62.751 | 70.052 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 13,0% | 13,4% | 11,7% | 13,9% | 13,7% |
| Cuota leasing del período | 0 | 0 | 0 | - | - |
| Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos) | 10.034 | 11.167 | 8.422 | 9.422 | 10.253 |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 43.190 | 46.050 | 42.572 | 53.329 | 59.799 |
| MARGEN EBIT (%) | 10,6% | 10,8% | 9,8% | 11,8% | 11,7% |
| Gasto Financiero del período | -10.367 | -14.093 | -12.582 | (10.684) | (7.908) |
| Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos | 2,5% | 3,3% | 2,9% | 2,4% | 1,5% |
| Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing) | 8,8% | 9,3% | 8,5% | 9,4% | 8,4% |
| Impuestos a la renta | -8.320 | -8.870 | -9.315 | (7.785) | (13.378) |
| 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% | 1,45% | 1,30% |
| UTILIDAD NETA | 26.042 | 23.685 | 22.757 | 35.489 | 39.196 |
| Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos | 6,4% | 5,5% | 5,2% | 7,8% | 7,7% |
| Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual | 64,5% | 45,9% | 44,2% | 48,4% | 44,9% |
| Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual | 11,6% | 8,3% | 7,9% | 12,4% | 13,7% |
| FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR) | | | | | |
| Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones) | 36.076 | 34.852 | 31.180 | 44.910 | 49.449 |
| Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos | 33.050 | 34.852 | 31.180 | 46.123 | 50.896 |
| Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo) | 2.133 | 4.336 | 15.149 | 17.424 | -3.691 |
| Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos) | 35.183 | 39.187 | 46.329 | 63.547 | 47.204 |
| Inversión en Activos Fijos | -13.854 | -29.178 | -16.243 | -14.187 | -11.048 |
| Otras Inversiones, Neto | 792 | 0 | -402 | -427 | -92 |
| Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos) | 22.121 | 10.009 | 29.684 | 48.934 | 36.065 |
| Variación Neta de Deuda Financiera | 34.730 | 34.393 | -41.209 | -29.864 | -9.856 |
| Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pago de Dividendos | -21.855 | -23.016 | -23.685 | -24.757 | -21.372 |
| Otros Financiamientos, Neto | -35.349 | -3.584 | 31.964 | 562 | 3.113 |
| Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período | -353 | 17.802 | -3.246 | -5.126 | 7.949 |
| Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO) | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 53.225 | 57.217 | 50.994 | 62.751 | 70.052 |
| (-) Gasto Financiero del período | -10.367 | -14.093 | -12.582 | -10.684 | -7.908 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -8.320 | -8.870 | -9.315 | -7.785 | -13.378 |
| (-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | 34.538 | 34.253 | 29.097 | 44.282 | 48.766 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | 2.133 | 4.336 | 15.149 | 17.424 | -3.691 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | 36.671 | 38.589 | 44.246 | 61.706 | 45.074 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 2.448 | 3.097 | 2.866 | 629 | 683 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | -910 | -2.499 | -784 | 0 | 0 |
| (-) Ajustes No operativos que no impliquen flujo (incluye VPP) | -3.026 | 0 | 0 | 1.213 | 1.447 |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período | -21.855 | -23.016 | -23.685 | -24.757 | -21.372 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) | -13.854 | -29.178 | -16.243 | -14.187 | -11.048 |
| (-)Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa | 792 | 0 | -402 | -427 | -92 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | 265 | -13.007 | 5.998 | 24.177 | 14.692 |
| (-)Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| OTROS FINANCIAMIENTOS NETO | -35.349 | -3.584 | 31.964 | 562 | 3.113 |
| Otros | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (FCN) Flujo de Caja Libre Neto | -35.083 | -16.591 | 37.963 | 24.738 | 17.805 |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | 34.730 | 34.393 | -41.209 | -29.864 | -9.856 |
| 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 | -5.126 | 7.949 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE) | 6.691 | 6.403 | 19.022 | 20.535 | 15.409 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA | 6.338 | 24.205 | 15.776 | 15.410 | 23.359 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE | 6.403 | 19.022 | 15.775 | 15.409 | 23.359 |
| COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA | -65 | 5.183 | 1 | 0 | (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) | 53.225 | 57.217 | 50.994 | 62.751 | 70.052 |
| BALANCE | | | | | |
| CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO) | 17.468 | 31.747 | 27.003 | 24.642 | 32.377 |
| Activos Totales | 258.672 | 310.953 | 261.893 | 280.809 | 290.077 |
| Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES) | 40.347 | 65.752 | 66.095 | 64.907 | 73.574 |
| Pasivo financiero Largo Plazo | 94.324 | 103.312 | 61.760 | 34.215 | 15.693 |
| 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 | 99.122 | 89.266 |
| Pasivos con Proveedores | 32.296 | 49.905 | 44.831 | 55.056 | 54.488 |
| Otros Pasivos | 40.440 | 40.047 | 38.199 | 48.246 | 50.115 |
| Pasivos Totales | 207.406 | 259.015 | 210.884 | 202.424 | 193.869 |
| Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria) | 51.267 | 51.937 | 51.009 | 78.385 | 96.208 |
| PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores | -20.126 | -19.071 | 13.251 | 44.465 | 65.147 |
| Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible | 71.393 | 71.007 | 37.757 | 33.920 | 31.060 |
| Capitalización **** | 185.938 | 221.000 | 178.863 | 177.507 | 185.474 |
| Contingentes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pasivos fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

(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 leasing)

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

EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A. E INDUSTRIAL SURINDU S.A. y ECUAJUGOS DESDE 2013

(Miles de USD)

| | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 |
|---|-----------|-----------|--------|--------|--------|
| INDICADORES FINANCIEROS | | | | | |
| COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING | | | | | |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x) | 5,13 | 4,06 | 4,05 | 5,87 | 8,86 |
| (EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x) | 3,80 | 1,99 | 2,76 | 4,55 | 7,46 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses, dividendos preferentes y cuota leasing del período)(x) | 5,13 | 4,06 | 4,05 | 5,87 | 8,86 |
| FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x) | 4,33 | 3,43 | 3,31 | 5,14 | 7,17 |
| CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x) | 4,54 | 3,74 | 4,52 | 6,78 | 6,70 |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 4,33 | 3,43 | 3,31 | 5,14 | 7,17 |
| | 0 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| APALANCAMIENTO | | | | | |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera | 2,53 | 2,95 | 2,51 | 1,58 | 1,27 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ | 2,20 | 2,40 | 1,98 | 1,19 | 0,81 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x) | 3,90 | 4,94 | 4,39 | 2,24 | 1,83 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%) | 72,4% | 76,5% | 71,5% | 55,8% | 48,1% |
| Deuda Relacionada / Pasivo Total (%) | 11,7% | 10,3% | 12,1% | 11,3% | 10,0% |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x) | 0,65 | 0,65 | 0,61 | 0,49 | 0,46 |
| Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x) | -10,31 | -13,58 | 15,91 | 4,55 | 2,98 |
| Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X) | -10,31 | -13,58 | 15,91 | 4,55 | 2,98 |
| Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X) | -6,69 | -8,87 | 9,65 | 2,23 | 1,37 |
| porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior | 100% | -100% | -100% | -96% | -60% |
| LIQUIDEZ | | | | | |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada) | 30% | 39% | 52% | 65% | 82% |
| FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,86 | 0,52 | 0,44 | 0,68 | 0,66 |
| FFO/Porción Corriente LP (x) Anual | 1,27 | 0,75 | 0,67 | 2,58 | 4,85 |
| RESERVA EN CASH + FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 0,86 | 0,52 | 0,44 | 0,71 | 0,69 |
| CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,91 | 0,59 | 0,67 | 0,95 | 0,61 |
| CFO/Porción Corriente LP (x) Anual | 1,35 | 0,85 | 1,02 | 3,59 | 4,48 |
| Reserva en CASH + Líneas de crédito disponibles y comprometidas+ Flujo de Caja Libre/ Deuda Financie | 0,01 | -0,20 | 0,09 | 0,40 | 0,22 |
| Reserva en CASH + líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financie | -0,87 | -0,25 | 0,57 | 0,41 | 0,27 |
| Reserva en CASH + Líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre / Porción Corrient | 0,01 | -0,29 | 0,14 | 1,53 | 1,63 |
| Reserva en CASH+ Líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre Neto / Porción co | -1,29 | -0,37 | 0,88 | 1,56 | 1,94 |
| OTROS INDICES | | | | | |
| Capital de trabajo a financiar | 68.718,39 | 61.529,26 | 43.920 | 30.845 | 35.803 |
| Liquidez Acida (x) | 0,89 | 0,75 | 0,64 | 0,48 | 0,47 |
| Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x) | 0,86 | 0,71 | 0,60 | 0,43 | 0,42 |
| Activo corriente / Pasivo Total (x) | 0,59 | 0,57 | 0,58 | 0,58 | 0,67 |
| Patrimonio / Activo Total (x) | 0,20 | 0,17 | 0,19 | 0,28 | 0,33 |
| Rotación cuentas por cobrar comerciales (x) | 5,84 | 5,89 | 7,61 | 10,12 | 12,39 |
| Días de cuentas por cobrar | 61,59 | 61,13 | 47,31 | 35,57 | 29,05 |
| Rotación de inventarios (x) | 8,12 | 6,58 | 7,83 | 6,23 | 6,04 |
| Días de inventarios | 44,36 | 54,74 | 45,99 | 57,76 | 59,65 |
| Rotación de cuentas por pagar (x) | 8,36 | 5,51 | 6,08 | 5,08 | 5,94 |
| Días de cuentas por pagar | 43,06 | 65,35 | 59,23 | 70,82 | 60,61 |
| Rotación Capital de Trabajo | 3,93 | 4,47 | 6,20 | 9,07 | 9,04 |
| Días de Capital de Trabajo por financiar | 91,62 | 80,58 | 58,03 | 39,68 | 39,83 |
| Días de Ciclo de Operación | -62,90 | -50,51 | -34,07 | -22,51 | -28,09 |
| Activo corriente / Pasivo corriente | 1,23 | 1,04 | 0,90 | 0,77 | 0,80 |

EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A.

(Miles de USD)

| | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|
| RESULTADOS | | | | |
| Ventas | 420.758 | 429.331 | 460.216 | 513.666 |
| % crecimiento | 3,11% | 2,04% | 7,19% | 11,61% |
| Costos | -286.144 | -285.327 | -318.557 | -362.428 |
| % crecimiento | 6,0% | -0,3% | 11,65% | 13,77% |
| MARGEN BRUTO (%) | 32,0% | 33,5% | 30,78% | 29,44% |
| Otros Ingresos Operativos | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % crecimiento | | | | |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 43.062 | 38.743 | 37.574 | 41.195 |
| MARGEN EBITDA (%) | 10,2% | 9,0% | 8,2% | 8,0% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 43.062 | 38.743 | 37.574 | 41.195 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 10,2% | 9,0% | 8,2% | 8,0% |
| Cuota leasing del período | 0 | 0 | - | - |
| Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los g | 8.775 | 9.298 | 6.650 | 6.094 |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 34.287 | 29.445 | 30.923 | 35.101 |
| MARGEN EBIT (%) | 8,1% | 6,9% | 6,7% | 6,8% |
| Gasto Financiero del período | -12.592 | -11.624 | (10.457) | (7.561) |
| Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos | 3,0% | 2,7% | 2,3% | 1,5% |
| Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing | 8,3% | 7,9% | 9,3% | 8,0% |
| Impuestos a la renta | -6.025 | -6.374 | (5.621) | (8.033) |
| 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% | 8,70% |
| UTILIDAD NETA | 16.268 | 14.592 | 17.129 | 22.133 |
| Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos | 3,9% | 3,4% | 3,7% | 4,3% |
| Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual | 41,9% | 57,3% | 66,1% | 65,3% |
| Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual | 6,3% | 6,1% | 8,0% | 10,8% |
| FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR) | | | | |
| Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones) | 25.042 | 22.827 | 24.376 | 28.227 |
| Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos | 25.042 | 21.448 | 27.903 | 29.746 |
| Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo) | -9.951 | 25.840 | 17.949 | -10.186 |
| Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos) | 15.092 | 47.288 | 45.852 | 19.559 |
| Inversión en Activos Fijos | -11.474 | -6.918 | -6.909 | -5.946 |
| Otras Inversiones, Neto | 0 | -402 | -427 | -160 |
| Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y egresos | 3.618 | 39.968 | 38.516 | 13.453 |
| Variación Neta de Deuda Financiera | 34.834 | -43.297 | -27.085 | -9.856 |
| Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pago de Dividendos | -41.227 | -16.268 | -14.592 | -8.637 |
| Otros Financiamientos, Neto | -16.245 | 16.335 | 502 | 14.847 |
| Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período | -19.020 | -3.262 | -2.659 | 9.807 |
| Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO) | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 43.062 | 38.743 | 37.574 | 41.195 |
| (-) Gasto Financiero del período | -12.592 | -11.624 | -10.457 | -7.561 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -6.025 | -6.374 | -5.621 | -8.033 |
| (-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total d | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | 24.444 | 20.745 | 21.496 | 25.601 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | -9.951 | 25.840 | 17.949 | -10.186 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | 14.494 | 46.585 | 39.445 | 15.415 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 3.097 | 2.866 | 2.880 | 2.626 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | -2.499 | -784 | 0 | 0 |
| (-) Ajustes No operativos que no implican flujo (incluye VPP) | 0 | -1.380 | 3.527 | 1.519 |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período | -41.227 | -16.268 | -14.592 | -8.637 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) | -11.474 | -6.918 | -6.909 | -5.946 |
| (-)Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa | 0 | -402 | -427 | -160 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | -37.609 | 23.700 | 23.924 | 4.816 |
| (-)Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones | 0 | 0 | 0 | 0 |
| OTROS FINANCIAMIENTOS NETO | -16.245 | 16.335 | 502 | 14.847 |
| Otros | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (FCN) Flujo de Caja Libre Neto | -53.854 | 40.035 | 24.426 | 19.663 |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | 34.834 | -43.297 | -27.085 | -9.856 |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | -19.020 | -3.262 | -2.659 | 9.807 |
| 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 | 13.102 | 22.907 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE | 19.022 | 15.761 | 13.100 | 22.907 |
| COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA | -31.254 | -0 | 2 | (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 | 37.574 | 41.195 |
| BALANCE | | | | |
| CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO) | 31.747 | 26.989 | 22.333 | 31.926 |
| Activos Totales | 257.639 | 218.609 | 207.508 | 204.221 |
| Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES) | 66.192 | 64.447 | 64.907 | 73.574 |
| Pasivo financiero Largo Plazo | 103.312 | 61.760 | 34.215 | 15.693 |
| 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 | 89.266 |
| Pasivos con Proveedores | 34.248 | 38.040 | 47.574 | 39.351 |
| Otros Pasivos | 27.579 | 29.729 | 33.644 | 34.939 |
| Pasivos Totales | 231.331 | 193.977 | 180.340 | 163.556 |
| Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria) | 26.308 | 24.632 | 27.169 | 40.666 |
| PATRIMONIO TANGIBLE(se puede arreglar la fórmula manualmente)esta es la línea que va | -56.268 | -40.417 | -37.087 | -11.130 |
| Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible | 82.576 | 65.049 | 64.256 | 51.795 |
| Capitalización **** | 195.812 | 150.839 | 126.292 | 129.932 |

EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A.

(Miles de USD)

| | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| INDICADORES FINANCIEROS | | | | |
| COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING | | | | |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x) | 3,42 | 3,33 | 3,59 | 5,45 |
| (EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x) | 2,51 | 2,74 | 2,93 | 4,66 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x) | 3,42 | 3,33 | 3,59 | 5,45 |
| FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x) | 2,94 | 2,78 | 3,06 | 4,39 |
| CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x) | 2,15 | 5,01 | 4,77 | 3,04 |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+dividendos preferentes del periodo+cuota leasing) flexibilidad | 2,94 | 2,78 | 3,06 | 4,39 |
| APALANCAMIENTO | | | | |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera | 3,94 | 3,26 | 2,64 | 2,17 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ | 3,20 | 2,56 | 2,04 | 1,39 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x) | 6,93 | 6,08 | 4,61 | 3,49 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%) | 86,6% | 83,7% | 78,5% | 68,7% |
| Deuda Relacionada / Pasivo Total (%) | 8,8% | 12,4% | 17,1% | 11,4% |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x) | 0,73 | 0,65 | 0,55 | 0,55 |
| Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x) | -4,11 | -4,80 | -4,86 | -14,70 |
| Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X) | -4,11 | -4,80 | -4,86 | -14,70 |
| Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X) | -3,01 | -3,12 | -2,67 | -8,02 |
| porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior | -179% | -100% | -100% | -50% |
| LIQUIDEZ | | | | |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada) | 39% | 51% | 65% | 82% |
| FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,37 | 0,32 | 0,33 | 0,35 |
| FFO/Porción Corriente LP (x) Anual | 0,54 | 0,48 | 1,24 | 1,04 |
| Reserva en CASH+FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 0,37 | 0,32 | 0,33 | 0,35 |
| Reserva en Cash+CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,22 | 0,72 | 0,61 | 0,21 |
| CFO/Porción Corriente LP (x) Anual | 0,32 | 1,07 | 2,28 | 0,62 |
| Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0,57 | 0,37 | 0,37 | 0,07 |
| Reservas en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas+ Flujo de Caja Libre/ porción corriente de Deuda largo Plazo (x) Anual | -0,83 | 0,54 | 1,39 | 0,20 |
| Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0,81 | 0,62 | 0,38 | 0,27 |
| Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0,81 | 0,62 | 0,38 | 0,27 |
| Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0,57 | 0,37 | 0,37 | 0,07 |
| OTROS INDICES | | | | |
| Capital de trabajo a financiar | 66.793 | 42.234 | 25.284 | 33.771 |
| Liquidez Acida (x) | 0,92 | 0,73 | 0,54 | 0,53 |
| Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x) | 0,86 | 0,67 | 0,49 | 0,49 |
| Activo corriente / Pasivo Total (x) | 0,60 | 0,59 | 0,56 | 0,68 |
| Patrimonio / Activo Total (x) | 0,10 | 0,11 | 0,13 | 0,20 |
| Rotación cuentas por cobrar comerciales (x) | 5,84 | 7,55 | 9,71 | 12,96 |
| Días de cuentas por cobrar | 61,70 | 47,67 | 37,07 | 27,77 |
| Rotación de inventarios (x) | 8,99 | 10,72 | 10,92 | 9,51 |
| Días de inventarios | 40,03 | 33,57 | 32,96 | 37,87 |
| Rotación de cuentas por pagar (x) | 8,36 | 7,50 | 6,70 | 9,21 |
| Días de cuentas por pagar | 43,09 | 48,00 | 53,76 | 39,09 |
| Rotación Capital de Trabajo | 4,28 | 6,76 | 12,60 | 10,73 |
| Días de Capital de Trabajo por financiar | 84,03 | 53,29 | 28,57 | 33,55 |
| Días de Ciclo de Operación | -58,63 | -33,25 | -16,27 | -26,56 |
| Activo corriente / Pasivo corriente | 1,19 | 0,95 | 0,76 | 0,81 |

EMPRESA: INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

| | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 |
|---|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| RESULTADOS | | | | | |
| Ventas | 64.721 | 61.774 | 60.747 | 67.919 | 74.544 |
| % crecimiento | | -4,55% | -1,66% | 11,81% | 90,14% |
| Costos | -50.699 | -47.106 | -45.757 | -49.570 | -54.325 |
| % crecimiento | | -7,1% | -2,9% | 8,3% | 101,5% |
| MARGEN BRUTO (%) | 21,7% | 23,7% | 24,7% | 27,0% | 27,1% |
| 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 | 20.877 |
| MARGEN EBITDA (%) | 20,1% | 23,0% | 23,1% | 24,8% | 28,0% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 13.030 | 14.182 | 14.013 | 16.874 | 20.877 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 20,1% | 23,0% | 23,1% | 24,8% | 28,0% |
| 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 | 3.010 |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 11.170 | 11.763 | 12.488 | 15.079 | 17.867 |
| MARGEN EBIT (%) | 17,3% | 19,0% | 20,6% | 22,2% | 24,0% |
| Gasto Financiero del período | -262 | -1.501 | -1.699 | -1.641 | -2.213 |
| Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos | 0,4% | 2,4% | 2,8% | 2,4% | 3,0% |
| Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing) | 7,1% | 11,9% | 6,9% | 5,3% | 9,4% |
| Impuestos a la renta | -2.856 | -2.921 | -2.820 | -1.548 | -3.364 |
| Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos | 26,1% | 28,5% | 26,1% | 11,5% | 21,5% |
| 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 | 12.362 |
| Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos | 13,6% | 12,0% | 13,4% | 17,6% | 16,6% |
| Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual | 34,1% | 28,4% | 31,4% | 42,3% | 36,4% |
| Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual | 19,2% | 12,4% | 11,4% | 16,3% | 17,6% |
| FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR) | | | | | |
| Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones) | 10.632 | 9.836 | 9.690 | 13.758 | 15.373 |
| Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos | 9.932 | 9.760 | 9.494 | 13.686 | 15.739 |
| Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo) | -3.605 | 10.073 | -11.220 | -2.958 | 2.429 |
| Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos) | 6.327 | 19.832 | -1.726 | 10.728 | 18.168 |
| Inversión en Activos Fijos | -5.161 | -22.463 | -9.302 | -3.938 | -3.550 |
| Otras Inversiones, Neto | 0 | 0 | -20 | 1.862 | 19 |
| Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos) | 1.166 | -2.631 | -11.048 | 8.652 | 14.637 |
| Variación Neta de Deuda Financiera | 7.391 | 10.368 | 13.643 | -393 | -7.929 |
| 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 | -845 |
| Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período | 26 | -64 | 14 | 94 | -81 |
| Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO) | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 13.030 | 14.182 | 14.013 | 16.874 | 20.877 |
| (-) Gasto Financiero del período | -262 | -1.501 | -1.699 | -1.641 | -2.213 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -2.856 | -2.921 | -2.820 | -1.548 | -3.364 |
| (-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | 9.912 | 9.760 | 9.494 | 13.686 | 15.300 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | -3.605 | 10.073 | -11.220 | -2.958 | 2.429 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | 6.307 | 19.832 | -1.726 | 10.728 | 17.729 |
| (+) 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 | 439 |
| (-) 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 | -3.550 |
| (-)Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa | 0 | 0 | -20 | 1.862 | 19 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | -6.015 | -10.939 | -18.465 | 487 | 8.692 |
| (-)Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| OTROS FINANCIAMIENTOS NETO | -1.350 | 506 | 4.836 | 0 | -845 |
| Otros | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (FCN) Flujo de Caja Libre Neto | -7.365 | -10.432 | -13.629 | 487 | 7.847 |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | 7.391 | 10.368 | 13.643 | -393 | -7.929 |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | 26 | -64 | 14 | 94 | -81 |
| 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 | 27 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE | 64 | 0 | 14 | 108 | 27 |
| COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA | -0 | 0 | -0 | -1 | 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) | 13.030 | 14.182 | 14.013 | 16.874 | 20.877 |
| BALANCE | | | | | |
| CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO) | 64 | 0 | 14 | 108 | 27 |
| Activos Totales | 48.529 | 71.051 | 72.433 | 74.569 | 72.755 |
| Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES) | 7.391 | 17.759 | 31.402 | 31.009 | 23.080 |
| 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 | 23.080 |
| Pasivos con Proveedores | 3.834 | 15.480 | 6.841 | 6.368 | 6.291 |
| Otros Pasivos | 10.786 | 12.184 | 7.814 | 7.018 | 6.865 |
| Pasivos Totales | 22.011 | 45.423 | 46.057 | 44.395 | 36.236 |
| Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria) | 26.519 | 25.628 | 26.376 | 30.174 | 36.519 |
| 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 | 35.589 |
| Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible | 6.230 | 5.406 | 861 | 1.818 | 929 |
| Capitalización **** | 33.910 | 43.387 | 57.778 | 61.183 | 59.599 |
| Contingentes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pasivos fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

(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 leasing)

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

EMPRESA: INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

| | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 |
|---|--------|---------|---------|---------|---------|
| INDICADORES FINANCIEROS | | | | | |
| COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING | | | | | |
| EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x) | 49,66 | 9,45 | 8,25 | 10,29 | 9,43 |
| (EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x) | 29,99 | -5,52 | 2,77 | 7,89 | 7,83 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x) | 49,66 | 9,45 | 8,25 | 10,29 | 9,43 |
| FFO/intereses del periodo (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x) | 38,78 | 7,50 | 6,59 | 9,34 | 7,91 |
| CFO/intereses del periodo (CFO INTEREST COVER) (x) | 25,04 | 14,21 | -0,02 | 7,54 | 9,01 |
| FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 38,78 | 7,50 | 6,59 | 9,34 | 7,91 |
| CFO/cargos fijos (x) | 25,04 | 14,21 | -0,02 | 7,54 | 9,01 |
| APALANCAMIENTO | | | | | |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera | 0,57 | 1,25 | 2,24 | 1,84 | 1,11 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ | 0,56 | 1,25 | 2,24 | 1,83 | 1,10 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x) | 0,75 | 1,82 | 3,31 | 2,27 | 1,51 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%) | 21,8% | 40,9% | 54,3% | 50,7% | 38,7% |
| Deuda Relacionada / Pasivo Total (%) | 38,3% | 53,5% | 66,6% | 71,3% | 63,7% |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x) | 0,34 | 0,39 | 0,68 | 0,70 | 0,64 |
| Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x) | 1,08 | 2,25 | 1,81 | 1,57 | 1,02 |
| Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X) | 1,08 | 2,25 | 1,81 | 1,57 | 1,02 |
| Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X) | 0,36 | 0,88 | 1,23 | 1,09 | 0,65 |
| porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior | -100% | -95% | -100% | -100% | -83% |
| LIQUIDEZ | | | | | |
| 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 | 0,66 |
| FFO/Porción Corriente LP (x) Anual | | | | | |
| CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 1,35 | 0,55 | 0,30 | 0,44 | 0,66 |
| CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,85 | 1,12 | -0,05 | 0,35 | 0,77 |
| 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 | 0,38 |
| CASH + Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0,99 | -0,59 | -0,43 | 0,02 | 0,34 |
| 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 | | | | | |
| OTROS INDICES | | | | | |
| Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) | -6.330 | -27.392 | -34.663 | -32.877 | -26.525 |
| Liquidez Acida (x) | 0,38 | 0,13 | 0,02 | 0,05 | 0,02 |
| 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 | 0,24 |
| Patrimonio / Activo Total (x) | 0,55 | 0,36 | 0,36 | 0,40 | 0,50 |
| Rotación cuentas por cobrar comerciales (x) | 56,76 | 150,81 | 226,66 | 233,30 | 13,217 |
| Días de cuentas por cobrar | 6,34 | 2,39 | 1,59 | 1,54 | 0,03 |
| Rotación de inventarios (x) | 8,39 | 4,72 | 5,57 | 5,58 | 6,80 |
| Días de inventarios | 42,91 | 76,30 | 64,59 | 64,53 | 52,97 |
| Rotación de cuentas por pagar (x) | 13,22 | 3,04 | 6,69 | 7,78 | 8,64 |
| Días de cuentas por pagar | 27,22 | 118,30 | 53,82 | 46,25 | 41,69 |
| Rotación Capital de Trabajo | -8,01 | -1,72 | -1,32 | -1,51 | -2,05 |
| Días de Capital de Trabajo | -44,95 | -209,34 | -272,72 | -238,77 | -175,78 |
| Días de Ciclo de Operación | -66,98 | -169,73 | -285,07 | -258,59 | -187,08 |
| Activo corriente / Pasivo corriente | 0,68 | 0,37 | 0,21 | 0,25 | 0,25 |



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.