

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 Miles	dic-13	dic-14	jun-15
Activos	279.667	289.251	303.816
Ventas*	452.400	510.999	244.507
Margen EBIT (%)	11,8%	12,0%	11,8%
ROA (%)	13,3%	12,7%	13,7%
Deuda Fin./ Capitalización (%)	58,0%	55,0%	64,5%
Deuda Financiera Tot/ FFO (x)	205,7%	182,2%	193,9%

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

A jun-2015 se advierte una disminución de ingresos por ventas, particularmente en el segmento de lácteos, que si bien fue compensada con el crecimiento del resto de productos, mantiene una tendencia de crecimiento para fin de año menor al estimado inicialmente, se considera que en este año no se mantendría la ciclicidad de ventas mayores en el segundo semestre, debido a las restricciones de liquidez de la economía. A pesar de ello el EBITDA no se vería afectado mayormente y absorbería un leve incremento del peso del gasto operacional en comparación con ventas.

El flujo de fondo operativo (FFO) le permitió cubrir las necesidades de capital de trabajo por mayores cuentas por cobrar e inventarios. El CFO es positivo y le permitió cubrir las inversiones en CAPEX, pero parte de los dividendos pagados y de otras cuentas por cobrar relacionadas fueron financiadas con un incremento de deuda financiera.

A pesar del incremento de deuda la empresa mantiene un nivel bajo de endeudamiento en relación con su capacidad de pago, que 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 acumulación de la deuda en el corto plazo, harán necesario la renovación de la deuda financiera de corto plazo y la adquisición de nueva deuda. 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/agosto/2015

ESTADOS FINANCIEROS A: 30/junio/2015

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. 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 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. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este..

www.bankwatchratings.com

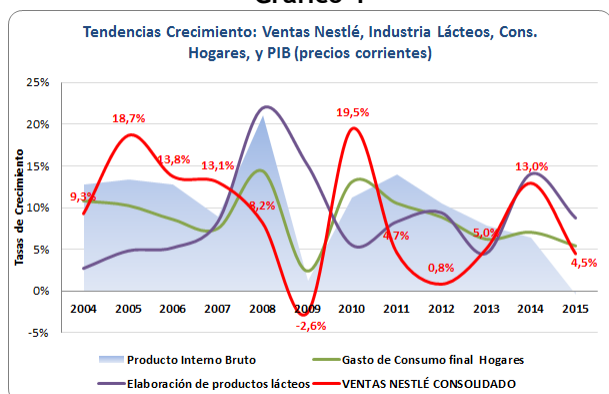


CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Características Papel Comercial USD 50MM		
Monto Total del Programa:	USD 50 Millones	
Fecha Aprobación SIC:	11-sep-14	
Fecha Colocación:	23-sep-14	
Fecha Vencimiento:	31-ago-16	
Monto Colocado:	USD 50 Millones	
Monto en Circulación:	USD 49.418M	
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 Ecuaajugos 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 año 2014 muestran un desempeño positivo las dos ramas de productos, especialmente productos lácteos y elaborados de cacao, que crecieron 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. En el año 2014 alcanzan crecimiento de 13%, cercano al de la industria láctea cuya participación es de alrededor del 31% en las ventas de Nestlé.

Las perspectivas del Banco Central para el fin del 2015 indican que el crecimiento del PIB nominal sería de alrededor de 0.5%. Si bien las metas de crecimiento de ventas de Nestlé estarían alrededor del 5%, el crecimiento esperado del PIB no petrolero (4.5%), la industria de lácteos espera un crecimiento de alrededor del 8.8%, la de elaborados de cacao 7.3% y la de panadería y galletería el 1.8%, por lo que un crecimiento de las ventas de Nestlé de 4.5% en términos nominales es factible con esas tendencias. Adicionalmente el 14% de las ventas de la empresa son exportaciones a empresas afiliadas del grupo, 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 anterior 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 está entre otros, mantener relaciones estables con proveedores locales e internacionales, lo que le permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables dependiendo de las circunstancias en un momento dado. Adicionalmente se utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.

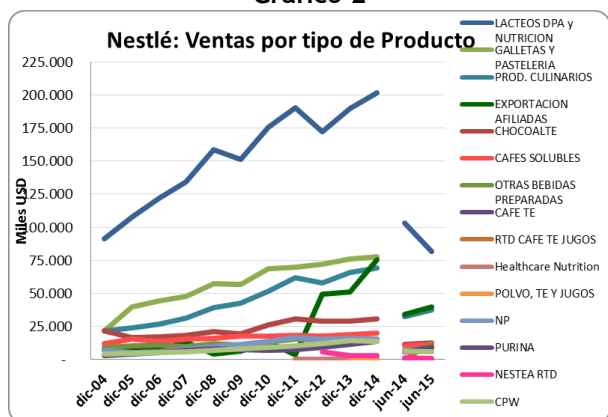


El sector productivo está enfrentando en este año la restricción de liquidez en la economía, al que podrán hacer frente de mejor manera las empresas con menor endeudamiento y mayor flexibilidad financiera, así como aquellas con acceso a financiamiento externo

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Nestlé Ecuador es una empresa representativa en el sector alimenticio, y está entre las catorce compañías de mayor volumen en ventas a nivel nacional conforme datos al 2014 de la Superintendencia de Compañías.

Gráfico 2



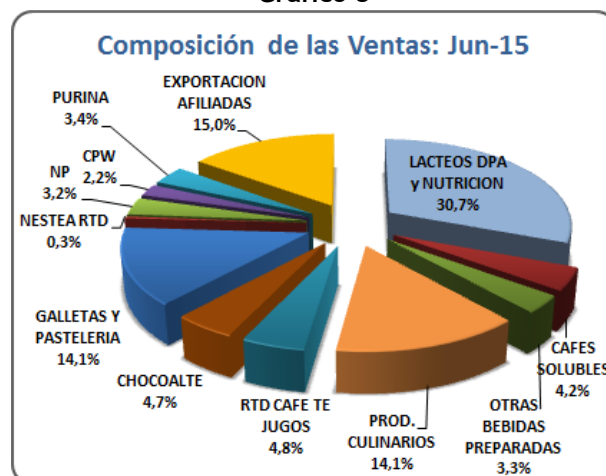
Fuente: Nestlé Ecuador S.A. Elaboración: BWR

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.

Gráfico 3



Fuente: Nestlé Ecuador S.A. Elaboración: BWR

Las exportaciones son un rubro importante en las ventas totales, y han adquirido una mayor participación en las ventas así como más estabilidad en sus volúmenes.

En el 2014 las ventas al exterior alcanzan una participación de alrededor de 14% y a jun-2015 llegan al 15%. Para el mediano plazo la empresa 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 y 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 afecten debido a que tienen cupos suficientes gracias a su nivel de exportaciones.

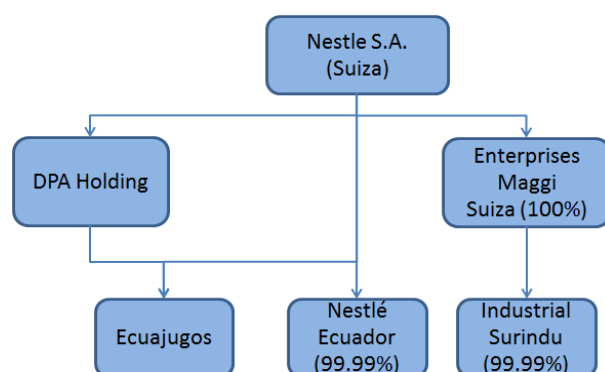
En el país Nestlé Ecuador cuenta con una planta para elaboración de semi elaborados de cacao, chocolates y culinarios, además de dos centros de distribución. Por otro lado, la planta de Industrial



Surindu se utiliza para la fabricación de galletas, chocolates y recubiertos. Las líneas de leches en polvo y envase UHT, así como 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 112MM. Para los siguientes dos años se planifica un monto menor de inversiones de capital, que en conjunto sumaría 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

jun-15	Nestlé Ecuador	Industrial Surindu	Balance Combinado
Activos	224,7	67,9	303,8
Deuda Financiera	102,6	26,0	103,0
EBITDA	31,2	1,54	35,7
Deuda Financiera/ Ebitda (Veces)	1,64	8,47	1,44

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 analizado estados financieros consolidados y combinados de las tres empresas del Grupo en Ecuador.

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, y de acuerdo al emisor cumplen con 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 agosto 2015.

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 junio 2015 tiene un activo total de USD 67.9MM, y no tiene deuda con instituciones financieras puesto que Nestlé Ecuador le provee el flujo financiero necesario. A junio-2015 la deuda financiera de Surindu con Nestlé Ecuador asciende a USD 26MM (23MM a diciembre-2014).

■ 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. Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal, y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y no representan riesgos significativos en relación a la capacidad de pago del emisor al momento.

La vigilancia administrativa, tecnológica y comercial de las empresas se la realiza a través de centros regionales. Hasta 2014 Ecuador fue parte del grupo regional Bolivariano conjuntamente con Colombia. A partir del año 2015 Ecuador reporta 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. No obstante, en los últimos dos años el pago de dividendos se ha realizado con cierta flexibilidad atendiendo

las necesidades de liquidez de la empresa local, por lo que se han acumulado una parte de los dividendos en el pasivo, que serán pagados paulatinamente de forma planificada. En este año se espera el pago parcial de estas obligaciones y se espera que el total adeudado se transfiera hasta finales del 2016.

Con respecto a la estrategia de crecimiento de las ventas frente a la fuerte competencia que enfrenta, esta 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 que arranquen 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 seguimiento cercano de las cuentas por cobrar a clientes, 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 2014, 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 jun-2015. Se debe mencionar que en este año se reconstituyeron los estados financieros auditados del año 2013,



debido a la corrección de errores tanto en la contabilización de dividendos aprobados y no pagados, como de utilidades pagadas por adelantado a los empleados que no habían sido nteadas del pasivo por participación de las mismas. Dichas correcciones no afectan la opinión de los auditados, que se mantiene limpia.

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 2014 comparados con 2013. En estos últimos se realiza también la corrección de errores antes anotada, y se reconstituyen los EEFF del año 2013. Se analiza también los estados financieros directos combinados a junio 2015. Los estados financieros auditados no presentan observaciones ni salvedades.

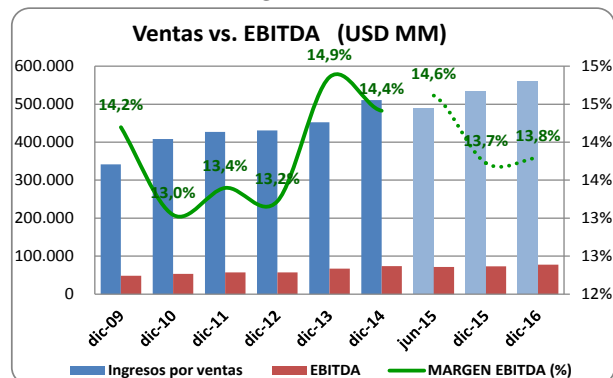
Se analizaron también los estados financieros de Industrial Surindu S.A. auditados por KPMG de los años 2011 al 2014 y los estados financieros directos a junio-2015, considerando que esta empresa es garante solidaria de esta emisión hasta por la suma de 35 millones de dólares.

El análisis de la capacidad de pago del emisor se realiza con base tanto en las cifras individuales de Nestlé Ecuador como en 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

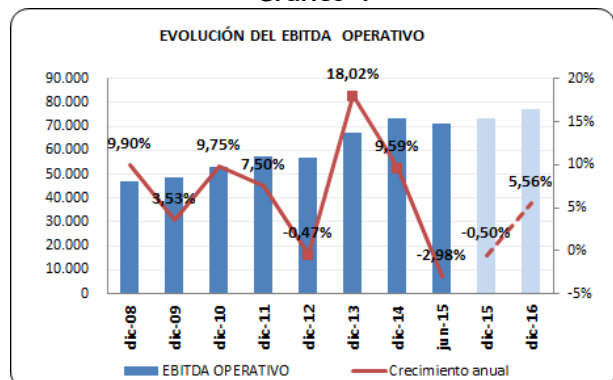
Gráfico 3



Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A. Ecuajugos en 2013 y 2014. Ventas y EBITDA a junio-2015 están anualizadas. 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 EBITDA y crecimiento a junio-2015 anualizados. 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. En este semestre se presenta también una disminución de alrededor del 2.98% anualizando las cifras de junio, que normalmente podría recuperarse a final del año, por las ventas cíclicas del segundo semestre, no obstante dada la coyuntura macro, este podría estimar el año con una pequeña disminución.

En el primer semestre del presente año se aprecia un menor dinamismo en ventas, especialmente en las líneas relacionadas a lácteos, sean estos en polvo o líquidos, situación que ha sido compensada por el resto de productos. Las ventas individuales de Nestlé Ecuador alcanzan un crecimiento de 4.22% en relación con junio 2014,



y la empresa espera llegar hasta fin de año hasta el 5%. Para el presente análisis utilizamos una proyección de crecimiento individual y combinado de 4.5% para el 2015, que podría variar en función de la evolución del entorno económico y las estrategias comerciales del emisor.

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 ya que a junio representa el 14.9% de las ventas brutas del semestre. 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.

Para el años 2016, se prevé un crecimiento anual en ventas alrededor del 5%, que sería ligeramente menor a la meta del Grupo (6%) y al crecimiento promedio esperado para las industrias de los principales productos de la empresa 6.7% en términos corrientes.

La alta diversificación por línea de productos, su posición de liderazgo y exportaciones coyunturales de excedentes a sus relacionadas han aportado positivamente para reducir la volatilidad de las ventas y del EBITDA. 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.

A pesar de que se mantienen las estrategias, en este semestre el margen bruto disminuye ligeramente debido al menor crecimiento en ventas, pasando de 36.5% a dic-2014 a 36.42% en junio 2015. El gasto operacional tiene un componente fijo importante por lo que se elevó ligeramente en comparación con el ingreso por ventas y pasó de 24.55% a 24.60%, sin afectar el margen EBITDA que llegó a 14.61% (14.41% a dic-2014) y el EBITDA es USD 35.73MM.

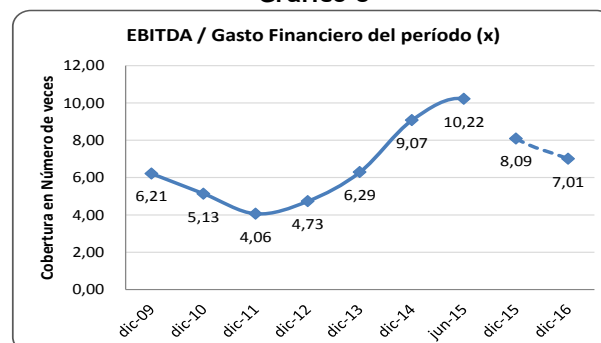
El EBITDA a junio 2015 en el balance individual de Nestlé a tiene un mejor comportamiento, por un incremento en el margen bruto y un menor gasto operacional. El EBITDA individual a jun-2015 es de USD 26.99MM. Si bien se esperaría que en el segundo semestre aumente el gasto operacional,

es muy probable que el EBITDA alcance la meta esperada de USD 35.54MM a fin de año.

A pesar del incremento del peso del gasto operacional nombrado, entre 2014 y 2015 se aprecia desde 2013 una mejora en la eficiencia, 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 24.55% de carga operacional sobre ventas, manteniendo así el nivel de eficiencia alcanzado en el año 2014, aunque la expectativa de la empresa es continuar con el proceso de mejoramiento.

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 asumir los costos de su financiamiento, que ha mejorado a partir del 2012 gracias a la reducción de su endeudamiento. El EBITDA mantiene una cobertura del gasto financiero de 9.07 y 10.22 veces a dic-2014 y junio 2015, respectivamente. Para los siguientes años se podría esperar que esta relación se mantenga en promedio en 7.5, disminuyendo 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 27.43% de la gestión antes de impuestos a dic-2014, 21.79% a junio 2015 y 28.1% 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 36.7MM con un crecimiento de 3.5% 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. A junio 2015 el resultado final es de USD 20.36MM que corresponde al 50.5% del proyectado para fin de año.

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. El ROE del 2014 fue de 51.98% y a junio 67.7%. El ROA mantiene un nivel interesante llegando a 13.74% a junio 2015.

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

Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-13	dic-14	jun-15
Total Activo Corriente	41,8%	44,3%	46,7%
Fondos Disponibles	5,5%	8,1%	7,6%
Cuentas por Cobrar Comerciales Netas	14,7%	12,6%	13,1%
Inventarios Neto	16,1%	18,5%	19,8%
Otras cuentas por cobrar (afecta al flujo)	1,4%	1,5%	2,4%
Gastos pagados por anticipado	0,7%	0,4%	0,4%
Total Activo No Corriente	58,2%	55,7%	53,3%
Propiedades	48,6%	47,3%	45,0%
Cuentas por Cobrar LP Accionistas/Rela	8,3%	7,4%	7,2%
Activos Diferidos / Gastos Preoperativo	0,2%	0,4%	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

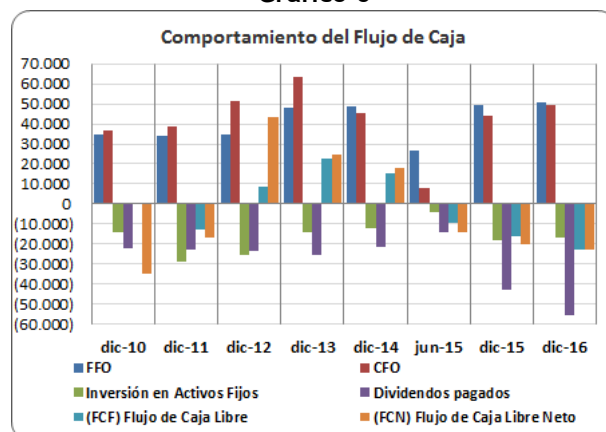
	dic-13	dic-14	jun-15
Total Pasivo Corriente	56,41%	63,19%	70,88%
Deuda Financiera CP	23,18%	25,43%	29,76%
Deuda Comercial	19,69%	18,80%	18,26%
Otros Pasivos CP	11,12%	11,80%	8,68%
Total Pasivo LP	17,99%	11,56%	10,46%
PATRIMONIO	25,60%	25,25%	18,66%

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 buena parte del 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 con 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 58% de los dividendos, generando un flujo de caja libre positivo, que fue utilizado para reducir el endeudamiento financiero en alrededor de USD9.8MM; además, el cobro de una parte de deudas con relacionadas aportó para que los recursos líquidos crecieran en el año en alrededor de USD 7.95MM.

En el semestre el CFO generado alcanzó para cubrir las inversiones en CAPEX pero no fue suficiente para cubrir el pago total de los dividendos pendientes, por lo que se encuentran acumulados por pagar un total de 43MM, mismos que podrían ser pagados paulatinamente en los dos años siguientes. Se generó un flujo de caja libre neto negativo de USD 14.06MM que fue financiado con un incremento de deuda de USD 13.7MM.

Considerando la política de dividendos a la 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 que en los años anteriores lograron resultados positivos, en este semestre se presionan ligeramente debido a la situación de menor liquidez de la economía; se elevan los días de cuentas por cobrar pasando de 29 días a 33.8 en el semestre. Los días de inventarios se elevan particularmente por el stock de los productos lácteos, lo que podría revertirse en los próximos meses.

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 33.15 días.

En el semestre se benefició también de un plazo un tanto mayor de financiamiento de sus proveedores locales, que la empresa prevé se mantenga en niveles similares en los próximos años.

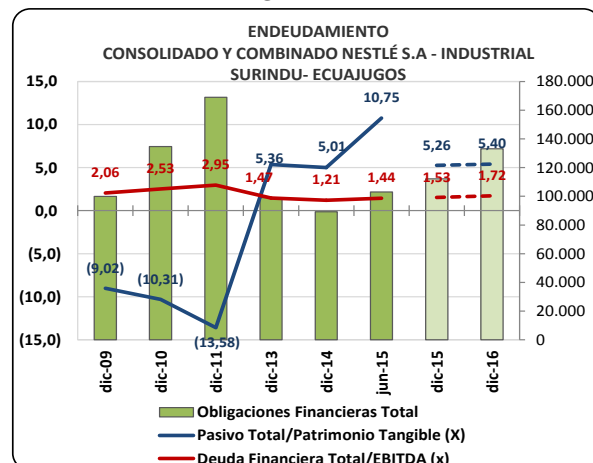
Dadas las condiciones analizadas al momento y frente a las variables predecibles estimamos probable que en este año el EBITDA se mantenga en niveles similares al generado en el año 2014, que sería suficiente para alcanzar un CFO positivo, luego de cubrir un mayor requerimiento de capital de trabajo, y alcanza para financiar la inversión de CAPEX pero el pago de la mayor parte de dividendos pendientes requerirá un incremento de deuda financiera, el monto de la nueva deuda dependerá del monto a pagar de los dividendos pendientes.

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 50% de los dividendos correspondientes a la utilidad del 2013. A junio 2015 quedan pendientes por pagar USD 22MM correspondientes al 100% de la utilidad del 2014.

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 jun-2015 Surindu no tiene deudas con entidades financieras.

Gráfico 7



Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A., Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos desde 2012 hasta junio 2015. EBITDA anualizado a junio-2015. 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 2012) 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 no considera la generación de sus empresas relacionadas.

De igual forma el patrimonio tangible individual es menor ya que no considera las cuentas por

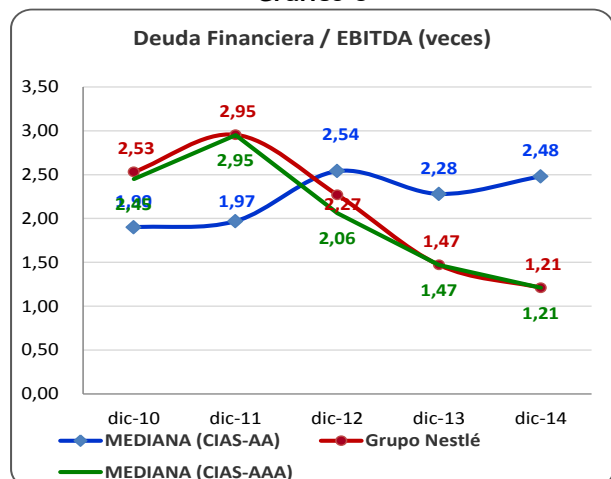


cobrar a relacionadas o accionistas, y otras cuentas por cobrar no comerciales; valores que son importantes dado que Nestlé es la que provee las necesidades del capital de trabajo de Industrial Surindu y Ecuajugos. A jun-2015 se restan al patrimonio alrededor de USD 57MM. En el balance consolidado y combinado algunas de estas cuentas relacionadas desaparecen ya que son préstamos de Nestlé a Surindu y Ecuajugos.

En el balance individual, a jun-2015, la deuda financiera / EBITDA es 1.64 veces, debido a la tendencia positiva del EBITDA anualizado, a fin del 2015 esperamos que este indicador se incremente a alrededor de 2.5 veces.

A jun-2015 la relación de deuda financiera total/ EBITDA del consolidado y combinado es 1.44:1 que subió en el semestre frente a dic-2014 (1.21:1) debido al flujo de caja negativo que mostró en este semestre por el pago de los dividendos del 2013.

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

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, esperamos que el apalancamiento en relación al EBITDA se mantenga en niveles relativamente bajos (menor a 1.7 veces).

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, y para mejorar la estructura de plazos de financiamiento. No

obstante, a medida que los pasivos de largo plazo se cancelan paulatinamente han sido reemplazados con deuda financiera de corto plazo, por lo que a jun-2015 la deuda de largo plazo es únicamente el 12% de la deuda financiera total.

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 88% en el corto plazo, aunque le ha permitido una mayor diversificación en las fuentes de financiamiento y un menor costo financiero (alrededor de 3.84% promedio).

El pasivo con el mercado de valores representaría el 36.2% del pasivo de Nestlé individual y el 28.6% 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 49.4MM.

El total de la deuda financiera con el mercado de valores constituye el 68.5% de la deuda financiera total. El resto de la deuda financiera pertenece a instituciones financieras locales, que la otorgan con el respaldo de pagarés a la orden, gracias a su buen perfil de crédito y 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.

Deuda Financiera: vencimientos

Nestlé Consolidado y Combinado a Dic-2014	Miles USD	%
Deuda Financiera Total	89.259	100%
Pagos Corrientes:	73.567	82%
Pagos No Corrientes:	15.693	18%

Nestlé Consolidado y Combinado a Jun-2015	Miles USD	%
Deuda Financiera Total	103.019	115%
Pagos Corrientes:	90.426	101%
Pagos No Corrientes:	12.594	14%

Fuente: Nestlé Ecuador. Elaboración: BWR

En Nestlé individual está la deuda del grupo, las otras empresas no tienen deuda financiera. La deuda financiera total constituye el 41.7% del pasivo total en el balance combinado y consolidado y el 52.5% en el balance individual.



Como se mencionó anteriormente, a jun-2015 el 17.4% del pasivo es deuda con los accionistas por dividendos del año 2014 y una parte del 2013.

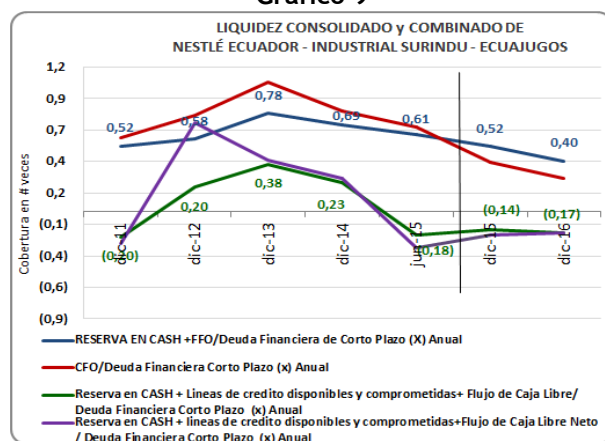
Los otros pasivos de largo plazo están constituidos por las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio. Este pasivo tiene un peso de 7% del pasivo total consolidado. Según información del Auditor y de la Administración, la Compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión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

Adicionalmente, de acuerdo el informe de auditoría existen contingentes tributarios por concepto de impuesto a la renta e impuestos aduaneros, según la revelación realizada por el Servicio de Rentas Internas (SRI). Para estos contingentes que a dic-2014 ascienden a USD 7.1MM la Compañía ha establecido una provisión de USD 6.2MM. No obstante, como hecho subsecuente la administración ha informado que se acogió al beneficio de la amnistía tributaria vigente y que extinguieron la mayor parte de las obligaciones de años pasados, con cargo a las provisiones realizadas.

Ha iniciado además un nuevo proceso legal ya que el SRI ha realizado la determinación de un contingente de alrededor de USD 7MM que deberá seguir el proceso contencioso.

■ 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 9.64% 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 se realizó además un pago de

impuestos mayor a los del año anterior. Por esta razón el CFO disminuye en 28.8% anual.

En el semestre, se debió financiar un mayor promedio de días de cuentas por cobrar y de inventarios, el CFO es positivo pero no alcanzó para financiar el pago total de dividendos pendientes y de inversiones en CAPEX, el flujo de caja libre es negativo que fue financiado con deuda de corto plazo. A jun-2015 la empresa ha pagado el 73% los dividendos del año 2013 quedando pendiente el pago de los dividendos del año 2014.

Adicionalmente, la deuda financiera se ha concentrado paulatinamente en el corto plazo lo 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 Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

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



Nestlé Ecuador S. A.

Fecha de corte	jun-15
Activo Líquido (USD M)	30.993
Activo Ajustado (USD M)	167.699
Activo Total (USD M)	224.725

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	26.221	26.221	1,182	6,40
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	26.221	1,182	6,40
3era	Deuda sin garantía específica de balance	169.051	195.272	0,159	0,86
TOTAL		195.272	195.272	0,159	0,86

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, activos que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador

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 21.190MM) más los USD 50MM de este programa de Papel Comercial exceden en USD 12.285M el 200% del patrimonio de Nestlé Ecuador (USD 58.905M). La fianza solidaria de Industrial Surindu por hasta USD 35MM cubre en 2.85 veces dicho faltante, con lo que se cumple la disposición legal vigente.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, a jun-2015 el 48.2% de los activos, USD 108.4MM corresponden a activos de corto plazo como Fondos Disponibles, Cuentas por cobrar e Inventarios que por su naturaleza son de fácil liquidación. Las cuentas por cobrar comerciales tienen niveles bajos de morosidad y mantienen una provisión del 11.76% para protección de deterioro.

El 21.9% USD 49.3MM con activos fijos y su valor razonable fue estimado por un perito independiente en el año 2010. Los informes de auditoría manifiestan una opinión limpia. Sin embargo, su capacidad de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

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-15
Activo Líquido (USD M)	106,63
Activo Ajustado (USD M)	67.387
Activo Total (USD M)	67.892

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	4.582	4.582	0,023	14,71
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	4.582	0,023	14,71
3era	Deuda sin garantía específica de balance + 35MM garantía PC Nestlé	45.575	50.157	0,002	1,34
TOTAL		50.157	50.157	0,002	1,34

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

OPERACIÓN	Valor Colocación USD millones	Resolución SIC	Fecha Resolución SIC	Fecha vencimiento	Calificadora de Riesgo	Calificación
Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos	74.000	Q/IMV.10.449	19-oct-10	12-oct-17	BWR	AAA
Papel Comercial	50.000	SCV/RQ.ORMV 2014.3323	11-sep-14	19-nov-15	BWR	AAA

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 21.2MM.

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 49.4MM, con diversas fechas de vencimiento desde jul-2015 hasta el 16 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.**

(Miles de USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
RESULTADOS					
Ventas	420.758	429.331	460.216	513.666	245.487
% crecimiento	3,11%	2,04%	7,19%	11,61%	-4,42%
Costos	(286.144)	(285.327)	-318.557	-362.428	-167.673
% crecimiento	6,0%	-0,3%	11,65%	13,77%	-7,47%
MARGEN BRUTO (%)	32,0%	33,5%	30,78%	29,44%	31,70%
Otros Ingresos Operativos	0	0	390	58	0
% crecimiento					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	43.062	38.562	39.748	42.930	31.192
MARGEN EBITDA (%)	10,2%	9,0%	8,6%	8,4%	12,7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	43.062	38.562	39.748	42.930	31.192
MARGEN EBITDAR (%)	10,2%	9,0%	8,6%	8,4%	12,7%
Cuota leasing del período	0	0	-	-	-
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	8.775	9.117	8.436	6.807	4.196
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	34.287	29.445	31.313	36.123	26.996
MARGEN EBIT (%)	8,1%	6,9%	6,8%	7,0%	11,0%
Gasto Financiero del período	(12.592)	(11.624)	(10.457)	(7.791)	(3.237)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	3,0%	2,7%	2,3%	1,5%	1,3%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	8,3%	7,9%	9,3%	8,3%	6,8%
Impuestos a la renta	(6.025)	(6.374)	(5.621)	(9.192)	(4.697)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27,0%	32,0%	0	0	0
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	11,8%	12,1%	10,67%	8,99%	4,28%
UTILIDAD NETA	16.268	14.592	17.129	22.163	19.344
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3,9%	3,4%	3,7%	4,3%	7,9%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	41,9%	57,3%	66,1%	75,4%	126,7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	6,3%	6,1%	8,1%	10,8%	18,0%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	25.042	22.646	26.161	28.745	23.540
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	25.042	21.267	27.865	30.190	24.010
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(10.679)	26.021	16.838	-7.461	-20.798
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	14.364	47.288	44.703	22.729	3.212
Inversión en Activos Fijos	(11.474)	(6.918)	-6.909	-6.269	-3.150
Otras Inversiones, Neto	0	(402)	-427	-528	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.890	39.968	37.367	15.932	62
Variación Neta de Deuda Financiera	34.834	(43.297)	-27.171	-9.895	13.467
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(41.227)	(16.268)	-14.592	-8.862	-8.423
Otros Financiamientos, Neto	(16.245)	16.335	1.735	12.633	-7.021
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	(19.748)	(3.262)	-2.661	9.807	-1.915
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	43.062	38.562	39.748	42.930	31.192
(-) Gasto Financiero del período	(12.592)	(11.624)	-10.457	-7.791	-3.237
(-) Impuesto a la renta del período	(6.025)	(6.374)	-5.621	-9.192	-4.697
(-) 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)	24.444	20.564	23.671	25.947	23.258
(-) Variación Capital de Trabajo	(10.679)	26.021	16.838	-7.461	-20.798
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	13.766	46.585	40.509	18.486	2.460
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3.097	2.866	2.490	2.797	1.029
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	(2.499)	(784)	0	0	-747
(-) Ajustes No operativos que no impliquen flujo (incluye VPP)	0	(1.380)	1.704	1.445	470
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(41.227)	(16.268)	-14.592	-8.862	-8.423
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(11.474)	(6.918)	-6.909	-6.269	-3.150
(-) Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa	0	(402)	-427	-528	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(38.337)	23.700	22.775	7.069	(8.361)
(-) Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones	0	0	0	0	0
OTROS FINANCIAMIENTOS NETO	(16.245)	16.335	1.735	12.633	-7.021
Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	(54.582)	40.035	24.510	19.702	-15.382
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	34.834	(43.297)	-27.171	-9.895	13.467
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	(19.748)	(3.262)	-2.661	9.807	-1.915
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	6.789	19.022	15.761	13.100	22.907
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	(12.959)	15.761	13.100	22.907	20.992
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	19.022	15.761	13.100	22.907	20.991
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	(31.982)	(0)	0	(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)	43.062	38.562	39.748	42.930	31.192
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	31.747	26.989	22.333	31.926	30.993
Activos Totales	257.639	218.609	206.827	204.457	224.725
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	66.192	64.447	64.822	73.449	90.015
Pasivo financiero Largo Plazo	103.312	61.760	34.215	15.693	12.594
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	169.504	126.207	99.037	89.142	102.608
Pasivos con Proveedores	34.248	38.040	47.574	39.351	40.595
Otros Pasivos	27.579	29.729	33.047	44.358	52.069
Pasivos Totales	231.331	193.977	179.658	172.850	195.272
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	26.308	24.632	27.169	31.607	29.453
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	(56.268)	(40.417)	(36.857)	(20.066)	(27.573)
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	82.576	65.049	64.026	51.673	57.026
Capitalización ****	195.812	150.839	126.206	120.749	132.062
Contingentes	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0



EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A.

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,42	3,32	3,80	5,51	9,64
(EBITDA - Inver. en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2,51	2,72	3,14	4,71	8,66
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3,42	3,32	3,80	5,51	9,64
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x)	2,94	2,77	3,26	4,33	8,19
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x)	2,09	5,01	4,87	3,37	1,76
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+dividendos preferentes del periodo+cuota leasing) flexibilidad	2,94	2,77	3,26	4,33	8,19
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3,94	3,27	2,49	2,08	1,64
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	3,20	2,57	1,93	1,33	1,15
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6,93	6,14	4,18	3,44	2,21
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	86,6%	83,7%	78,5%	73,8%	77,7%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	8,8%	12,4%	17,1%	10,7%	9,4%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,73	0,65	0,55	0,52	0,53
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	(4,11)	(4,80)	(4,87)	(8,61)	(7,08)
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	(4,11)	(4,80)	(4,87)	(8,61)	(7,08)
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	(3,01)	(3,12)	(2,69)	(4,44)	(3,72)
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	-179%	-100%	-100%	-103%	-126%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	39%	51%	65%	82%	88%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,37	0,32	0,37	0,35	0,52
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,54	0,47	1,38	2,58	5,41
Reserva en CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,37	0,32	0,37	0,35	0,52
Reserva en Cash+CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,21	0,72	0,62	0,25	0,05
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,30	1,07	2,36	1,84	0,57
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,58)	0,37	0,35	0,10	(0,19)
Reservas en CASH+Líneas de crédito disponibles y comprometidas+ Flujo de Caja Libre/ porción corriente de Deuda largo Plazo (x) Anual	(0,84)	0,54	1,33	0,70	(1,95)
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	(0,82)	0,62	0,38	0,27	(0,34)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,82)	0,62	0,38	0,27	(0,34)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,58)	0,37	0,35	0,10	(0,19)
OTROS INDICES					
Capital de trabajo a financiar	66.793	42.234	25.284	33.533	46.800
Liquidez Ácida (x)	0,92	0,73	0,54	0,50	0,47
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,87	0,67	0,50	0,46	0,42
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,60	0,59	0,56	0,64	0,65
Patrimonio / Activo Total (x)	0,10	0,11	0,13	0,15	0,13
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	5,84	7,55	9,71	13,04	10,55
Días de cuentas por cobrar	61,70	47,67	37,07	27,61	34,13
Rotación de inventarios (x)	8,99	10,72	10,92	9,51	7,16
Días de inventarios	40,03	33,57	32,96	37,87	50,31
Rotación de cuentas por pagar (x)	8,36	7,50	6,70	9,21	8,26
Días de cuentas por pagar	43,09	48,00	53,76	39,09	43,58
Rotación Capital de Trabajo	4,28	6,76	12,60	10,81	7,17
Días de Capital de Trabajo por financiar	84,03	53,29	28,57	33,31	50,24
Días de Ciclo de Operación	(58,63)	(33,25)	(16,27)	(26,39)	(40,86)
Activo corriente / Pasivo corriente	1,20	0,95	0,76	0,76	0,74
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
Vencimientos Emisión Obligaciones	84.985	58.004	34.346	74.644	70.608
Vencimientos Otra deuda Financiera	84.519	68.204	64.691	14.498	32.000
Total	169.504	126.207	99.037	89.142	102.608



EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A. E INDUSTRIAL SURINDU S.A. y ECUAJUGOS DESDE 2012

(Miles de USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
RESULTADOS					
Ventas	427.061	430.670	452.400	510.999	244.507
% crecimiento	4,65%	0,85%	5,05%	12,95%	-4,30%
Costos	(274.898)	-257.062	-279.862	-324.471	-155.459
% crecimiento	1,8%	28,00%	39,35%	26,22%	-4,18%
MARGEN BRUTO (%)	35,6%	40,31%	38,14%	36,50%	36,42%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	57.217	56.945	67.208	73.656	35.731
MARGEN EBITDA (%)	13,4%	13,2%	14,9%	14,4%	14,6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	57.217	56.945	67.208	73.656	35.731
MARGEN EBITDAR (%)	13,4%	13,2%	14,9%	14,4%	14,6%
Cuota leasing del período	0	-	-	-	-
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	11.167	9.694	13.879	12.574	6.822
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	46.050	47.251	53.329	61.082	28.909
MARGEN EBIT (%)	10,8%	11,0%	11,8%	12,0%	11,8%
Gasto Financiero del período	(14.093)	(12.031)	(10.684)	(8.118)	(3.497)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	3,3%	2,8%	2,4%	1,6%	1,4%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	9,3%	10,6%	10,8%	7,4%	6,0%
Impuestos a la renta	(8.870)	(10.431)	(8.367)	(16.548)	(5.674)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27,2%	0	0	0	0
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	8,1%	2,54%	1,45%	0,96%	2,41%
UTILIDAD NETA	23.685	25.709	34.907	36.930	20.365
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5,5%	6,0%	7,7%	7,2%	8,3%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	45,9%	41,0%	54,2%	52,3%	67,7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	8,3%	9,6%	13,3%	12,7%	13,7%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	34.852	35.403	48.786	49.504	27.188
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	34.852	41.148	46.743	52.903	27.271
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	4.336	17.199	15.549	-3.611	-18.336
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	39.187	58.346	62.293	49.292	8.935
Inversión en Activos Fijos	(29.178)	-25.523	-14.187	-11.888	-4.057
Otras Inversiones, Neto	0	-402	-427	-528	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos)	10.009	32.421	47.679	36.876	4.878
Variación Neta de Deuda Financiera	34.393	-40.077	-29.680	-9.777	13.760
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(23.016)	-23.685	-25.339	-21.372	-14.358
Otros Financiamientos, Neto	(3.584)	34.561	2.213	2.221	-4.580
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	17.802	3.219	-5.127	7.948	-301
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	57.217	56.945	67.208	73.656	35.731
(-) Gasto Financiero del período	(14.093)	-12.031	-10.684	-8.118	-3.497
(-) Impuesto a la renta del período	(8.870)	-10.431	-8.367	-16.548	-5.674
(-) 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)	34.253	34.483	48.157	48.990	26.561
(-) Variación Capital de Trabajo	4.336	17.199	15.549	-3.611	-18.336
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	38.589	51.682	63.707	45.380	8.224
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3.097	920	629	514	627
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	(2.499)	0	0	0	0
(-) Ajustes No operativos que no impliquen flujo (incluye VPP)	0	5.745	-2.043	3.398	83
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(23.016)	-23.685	-25.339	-21.372	-14.358
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(29.178)	-25.523	-14.187	-11.888	-4.057
(-) Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa	0	-402	-427	-528	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(13.007)	8.736	22.340	15.503	(9.480)
(-) Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones	0	0	0	0	0
OTROS FINANCIAMIENTOS NETO	(3.584)	34.561	2.213	2.221	-4.580
Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	(16.591)	43.297	24.553	17.725	-14.060
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	34.393	-40.077	-29.680	-9.777	13.760
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	17.802	3.219	-5.127	7.948	-301
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	6.403	19.022	20.535	15.409	23.358
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	24.205	22.242	15.409	23.357	23.057
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	19.022	20.535	15.409	23.358	23.057
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	5.183	1.706	(1)	(1)	1
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)	57.217	56.945	67.208	73.656	35.731
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	31.747	31.763	24.642	32.376	33.058
Activos Totales	310.953	290.387	279.667	289.251	303.816
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	65.752	67.226	64.822	73.567	90.426
Pasivo financiero Largo Plazo	103.312	61.760	34.215	15.693	12.594
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	169.064	128.986	99.037	89.259	103.019
Pasivos con Proveedores	49.905	47.158	55.056	54.379	55.479
Otros Pasivos	40.047	46.009	53.968	72.582	88.626
Pasivos Totales	259.015	222.153	208.061	216.220	247.125
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	51.937	68.234	71.606	73.031	56.692
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	(19.071)	33.248	38.828	43.193	22.984
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	71.007	34.986	32.779	29.838	33.708
Capitalización ****	221.000	197.221	170.643	162.291	159.711
Contingentes	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0



EMPRESA: NESTLE ECUADOR S.A. E INDUSTRIAL SURINDU S.A. y ECUAJUGOS DESDE 2012

(Miles de USD)

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5,13	4,06	4,73	6,29	9,07	10,22
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3,80	1,99	2,61	4,96	7,61	9,06
EBITDAR/cargos fijos(intereses, dividendos preferentes y cuota leasing del período)(x)	5,13	4,06	4,73	6,29	9,07	10,22
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x)	4,33	3,43	3,87	5,51	7,03	8,59
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x)	4,54	3,74	5,30	6,96	6,59	3,35
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4,33	3,43	3,87	5,51	7,03	8,59
	0	0,00	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	2,27	1,47	1,21	1,44
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	2,20	2,40	1,71	1,11	0,77	0,98
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3,90	4,94	3,74	2,06	1,82	1,94
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	72,4%	76,5%	65,4%	58,0%	55,0%	64,5%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	11,7%	10,3%	9,1%	11,0%	9,0%	7,5%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,65	0,65	0,58	0,48	0,41	0,42
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	(10,31)	(13,58)	6,68	5,36	5,01	10,75
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	(10,31)	(13,58)	6,68	5,36	5,01	10,75
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	(6,69)	(8,87)	3,88	2,55	2,07	4,48
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	100%	-100%	-100%	-107%	-101%	-99%

LIQUIDEZ

Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	30%	39%	52%	65%	82%	88%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,86	0,52	0,51	0,74	0,67	0,59
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1,27	0,75	0,80	5,60	4,87	6,18
RESERVA EN CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,86	0,52	0,58	0,77	0,69	0,61
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,91	0,59	0,77	0,98	0,62	0,18
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1,35	0,85	1,19	7,41	4,51	1,91
Reserva en CASH + Líneas de crédito disponibles y comprometidas+ Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera	0,01	(0,20)	0,20	0,38	0,23	(0,18)
Reserva en CASH + líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financiera	(0,87)	(0,25)	0,71	0,41	0,26	(0,28)
Reserva en CASH + Líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre / Porción Corriente	0,01	(0,29)	0,30	2,84	1,71	(1,92)
Reserva en CASH+ Líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre Neto / Porción corriente	(1,29)	(0,37)	1,10	3,10	1,93	(2,99)

OTROS INDICES

Capital de trabajo a financiar	68.718,39	61.529,26	44.957	30.845	35.712	44.691
Liquidez Acida (x)	0,89	0,75	0,62	0,46	0,41	0,38
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,86	0,71	0,57	0,42	0,38	0,34
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,59	0,57	0,58	0,56	0,59	0,57
Patrimonio / Activo Total (x)	0,20	0,17	0,23	0,26	0,25	0,19
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	5,84	5,89	8,05	10,12	12,43	10,65
Días de cuentas por cobrar	61,59	61,13	44,71	35,57	28,95	33,81
Rotación de inventarios (x)	8,12	6,58	6,15	6,23	6,05	5,16
Días de inventarios	44,36	54,74	58,56	57,76	59,50	69,79
Rotación de cuentas por pagar (x)	8,36	5,51	5,45	5,08	5,97	5,60
Días de cuentas por pagar	43,06	65,35	66,04	70,82	60,33	64,24
Rotación Capital de Trabajo	3,93	4,47	5,72	9,07	9,09	6,96
Días de Capital de Trabajo por financiar	91,62	80,58	62,96	39,68	39,62	51,75
Días de Ciclo de Operación	(62,90)	(50,51)	(37,23)	(22,51)	(28,12)	(39,36)
Activo corriente / Pasivo corriente	1,23	1,04	0,91	0,74	0,70	0,66

Vencimientos Deuda Financiera

Año	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
Vencimientos Emisión Obligaciones	64.327	84.985	58.004	34.346	74.644	70.608
Vencimientos Otra deuda Financiera	70.343	84.078	70.982	64.691	14.616	32.411
Total	134.670	169.064	128.986	99.037	89.259	103.019



EMPRESA: INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
RESULTADOS					
Ventas	61.774	60.747	67.919	74.544	33.007
% crecimiento	-4,55%	-1,66%	11,81%	9,76%	-11,44%
Costos	(47.106)	(45.757)	(49.570)	(54.289)	(30.622)
% crecimiento	-7,1%	-2,9%	8,3%	9,5%	12,7%
MARGEN BRUTO (%)	23,7%	24,7%	27,0%	27,2%	7,2%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14.182	14.013	18.840	20.288	1.538
MARGEN EBITDA (%)	23,0%	23,1%	27,7%	27,2%	4,7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14.182	14.013	18.840	20.288	1.538
MARGEN EBITDAR (%)	23,0%	23,1%	27,7%	27,2%	4,7%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	2.419	1.525	3.761	3.241	1.532
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11.763	12.488	15.079	17.048	6
MARGEN EBIT (%)	19,0%	20,6%	22,2%	22,9%	0,0%
Gasto Financiero del período	(1.501)	(1.699)	(1.641)	(2.081)	(533)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2,4%	2,8%	2,4%	2,8%	1,6%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11,9%	6,9%	6,1%	7,7%	4,3%
Impuestos a la renta	(2.921)	(2.820)	(3.210)	(3.383)	(114)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	28,5%	26,1%	23,9%	21,7%	-21,7%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	0,0%
UTILIDAD NETA	7.417	8.165	11.890	11.060	(548)
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	12,0%	13,4%	17,5%	14,8%	-1,7%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	28,4%	31,4%	42,1%	37,2%	-4,0%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12,4%	11,4%	16,2%	15,1%	-1,6%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	9.836	9.690	14.978	14.301	984
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	9.760	9.494	13.990	15.441	890
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	10.073	(11.220)	(1.472)	1.717	2.765
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	19.832	(1.726)	12.518	17.158	3.655
Inversión en Activos Fijos	(22.463)	(9.302)	(3.938)	(3.366)	(595)
Otras Inversiones, Neto	0	(20)	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	(2.631)	(11.048)	8.580	13.791	3.060
Variación Neta de Deuda Financiera	10.368	13.643	(393)	(7.929)	2.965
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	(8.308)	(7.417)	(8.093)	(5.945)	(5.945)
Otros Financiamientos, Neto	506	4.836	0	0	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	(64)	14	94	(82)	81
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	14.182	14.013	18.840	20.288	1.538
(-) Gasto Financiero del período	(1.501)	(1.699)	(1.641)	(2.081)	(533)
(-) Impuesto a la renta del período	(2.921)	(2.820)	(3.210)	(3.383)	(114)
(-) 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)	9.760	9.494	13.990	14.824	890
(-) Variación Capital de Trabajo	10.073	(11.220)	(1.472)	1.717	2.765
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	19.832	(1.726)	12.518	16.541	3.655
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	616	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	(8.308)	(7.417)	(8.093)	(5.945)	(5.945)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(22.463)	(9.302)	(3.938)	(3.366)	(595)
(-) Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa	0	(20)	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(10.939)	(18.465)	488	7.846	(2.885)
(-) Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones	0	0	0	0	0
OTROS FINANCIAMIENTOS NETO	506	4.836	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	(10.432)	(13.629)	488	7.846	(2.885)
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	10.368	13.643	(393)	(7.929)	2.965
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	(64)	14	94	(82)	81
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	64	0	14	108	27
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	0	14	108	26	107
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	0	14	108	27	107
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	(0)	0	(1)	1
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)	14.182	14.013	18.840	20.288	1.538
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	0	14	108	27	107
Activos Totales	71.051	72.433	74.228	72.363	67.892
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	17.759	31.402	31.009	23.080	26.046
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	17.759	31.402	31.009	23.080	26.046
Pasivos con Proveedores	15.480	6.841	6.368	6.291	7.129
Otros Pasivos	12.184	7.814	6.677	13.648	16.982
Pasivos Totales	45.423	46.057	44.055	43.019	50.157
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	25.628	26.376	30.174	29.343	17.736
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	20.223	25.515	28.697	28.809	17.230
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	5.406	861	1.477	534	506
Capitalización ****	43.387	57.778	61.183	52.424	43.782
Contingentes	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0



EMPRESA: INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	9,45	8,25	11,48	9,75	2,88
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	(5,52)	2,77	9,08	8,13	1,77
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	9,45	8,25	11,48	9,75	2,88
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x)	7,50	6,59	9,53	8,12	2,67
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x)	14,21	(0,02)	8,63	8,95	7,85
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7,50	6,59	9,53	8,12	2,67
CFO/cargos fijos (x)	14,21	(0,02)	8,63	8,95	7,85
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1,25	2,24	1,65	1,14	8,47
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	1,25	2,24	1,64	1,14	8,43
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	1,82	3,31	2,22	1,56	14,63
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	40,9%	54,3%	50,7%	44,0%	59,5%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	53,5%	66,6%	71,9%	54,1%	52,4%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,39	0,68	0,70	0,54	0,52
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2,25	1,81	1,54	1,49	2,91
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2,25	1,81	1,54	1,49	2,91
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,88	1,23	1,08	0,80	1,51
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	-95%	-100%	-65%	-100%	-89%

LIQUIDEZ

Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	100%	100%	100%	100%	100%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,55	0,30	0,45	0,64	0,07
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual					
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,55	0,30	0,45	0,64	0,07
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,12	(0,05)	0,40	0,72	0,28
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual					
CASH + Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,62)	(0,59)	0,02	0,34	(0,22)
CASH + Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,59)	(0,43)	0,02	0,34	(0,22)
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)	(27.392)	(34.663)	(32.877)	(32.602)	(43.373)
Liquidez Ácida (x)	0,13	0,02	0,04	0,01	0,01
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,35	0,20	0,24	0,20	0,10
Patrimonio / Activo Total (x)	0,36	0,36	0,41	0,41	0,26
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	150,81	226,66	233,30	13.217,10	12.037,51
Días de cuentas por cobrar	2,39	1,59	1,54	0,03	0,03
Rotación de inventarios (x)	4,72	5,57	5,58	6,79	14,28
Días de inventarios	76,30	64,59	64,53	53,00	25,20
Rotación de cuentas por pagar (x)	3,04	6,69	7,78	8,63	8,59
Días de cuentas por pagar	118,30	53,82	46,25	41,72	41,91
Rotación Capital de Trabajo	(1,72)	(1,32)	(1,51)	(1,67)	(1,41)
Días de Capital de Trabajo	(209,34)	(272,72)	(238,77)	(216,19)	(254,95)
Días de Ciclo de Operación	(169,73)	(285,07)	(258,59)	(227,50)	(238,28)
Activo corriente / Pasivo corriente	0,37	0,21	0,24	0,21	0,10

Vencimientos Deuda Financiera

Año	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	0	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	17.759	31.402	31.009	23.080	26.046
Total	17.759	31.402	31.009	23.080	26.046



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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2015.