

Ecuador
Papel Comercial

NESTLÉ ECUADOR S.A.

Calificación

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

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	dic.-15
Activos	279.667	289.251	309.089
Ventas*	452.400	510.999	512.353
Margen EBIT (%)	11,8%	12,0%	11,2%
ROA (%)	12,2%	13,0%	10,3%
Deuda Fin./ Capitalización (%)	58,0%	55,0%	59,8%
Deuda Financiera Tot/ FFO (x)	2,23	1,75	2,45

(x) Indicador en Número de veces

Cifras combinadas de Nestlé, Surindu y Ecuajugos

Contactos:

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

Econ. Sonia Rodas
(5932) 226 9767 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 dic-2015 se advierte una disminución de ingresos por ventas en el segmento de lácteos, que se logró compensar con el crecimiento del resto de productos, pero el crecimiento total de ingresos por ventas del año es bajo y menor al esperado. La coyuntura económica de menor crecimiento y la intensa competencia que mantiene en su mercado, a pesar de su posición de líder, obligó durante el año adoptar estrategias frente a sus clientes que presionaron el margen bruto, paralelamente la menor rapidez de ajuste de los gastos operacionales, empujaron conjuntamente a una disminución moderada del EBITDA. Para el año 2016 se espera un bajo crecimiento de ingresos por ventas y del EBITDA que mostraría una ligera recuperación, gracias a las diferentes estrategias comerciales y de eficiencia en marcha.

El flujo de fondo operativo (FFO) le permitió cubrir las necesidades de capital de trabajo por mayores cuentas por cobrar. El CFO es positivo y le permitió cubrir las inversiones en CAPEX, el pago de parte de los dividendos pendientes de años anteriores requirió incremento de deuda financiera.

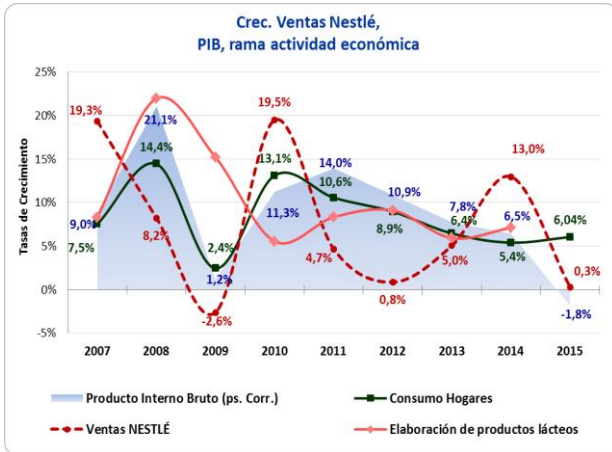
A pesar del incremento de deuda la empresa mantiene un nivel bajo de endeudamiento en relación con su capacidad de pago, que le otorga a la empresa flexibilidad financiera suficiente para cubrir los riesgos propios del negocio. Los niveles históricos de endeudamiento se explican por la estrategia de 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, hará 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.

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 40.658M
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
Estructurador:	PLUSVALORES Casa de Valores S.A.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



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

Nestlé Ecuador produce y comercializa varios productos alimenticios siendo los principales los relacionados a la industria de lácteos, a la de elaboración de semielaborados de cacao, chocolates y productos de confitería y galletería, a la elaboración de jugos y otros alimentos culinarios.

Las industrias en las que se desenvuelve el emisor no son críticas para la economía del país ni sus productos son de primera necesidad para el consumidor final; son industrias maduras y por lo tanto su crecimiento está altamente relacionado al comportamiento del PIB y a la capacidad adquisitiva de la población.

La producción nacional de estos segmentos creció desde el 2010 hasta el 2014 a un promedio anual de 8.4% por el aumento del número de compañías manufactureras locales e inversiones productivas de empresas existentes, en parte como respuesta a medidas gubernamentales de protección a la producción nacional, lo cual ha llevado a aumentar

la competencia dentro del segmento.

Según las últimas cifras disponibles, en el año 2014 alcanzaron un desempeño especialmente positivo la rama de productos lácteos y la de elaborados de cacao, que crecieron con tasas más altas que el PIB y que el consumo de los hogares.

El comportamiento de estas líneas y en general de la industria de bebidas y alimentos fue apoyado por la capacidad adquisitiva de la población ecuatoriana que promovió la demanda interna y en el caso específico del cacao por el posicionamiento internacional del cacao ecuatoriano y sus elaborados que ha suscitado mayor demanda, de exportación.

Durante los últimos 5 años, el consumo de los hogares ha mostrado tasas de crecimiento declinantes como se observa en el gráfico 1, las mismas que seguramente seguirán presionándose por el impacto de la situación del entorno macroeconómico y especialmente por el creciente nivel de desempleo esperado.

Ya se observa que a partir del segundo semestre del 2015, el comportamiento de los consumidores se está adecuando a su nueva capacidad adquisitiva, buscando optimizar su gasto. Dado el elevado nivel de competencia y la cantidad de productos sustitutos dentro de las industrias mencionadas, el manejo de los precios es crítico, más aun considerando que no se trata de productos básicos; se debe analizar el impacto del entorno operativo en cada empresa dentro de su industria en relación a sus mercados objetivos y al posicionamiento de sus productos.

Para este año 2016 según las estimaciones oficiales del BCE, se esperaría un crecimiento del PIB 0.4% en términos corrientes, otros organismos internacionales como la Cepal o el FMI mencionan tasas cercanas a cero (0.3% y 0.1% respectivamente). Las proyecciones oficiales para el 2016 por rama de actividad no están disponibles hasta la fecha pero no se espera crecimientos importantes en ninguna de ellas

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 a la disminución de la demanda de consumo nacional.

Otro de los riesgos que enfrentan las industrias del caso es la volatilidad de los precios de las materias primas, sin embargo la perspectiva en el corto plazo de los precios del azúcar del cacao y del harina, es estable en el país y decrecientes a nivel internacional.

El precio de la leche del productor y al consumidor final es controlado por el gobierno y tuvo un ajuste

durante el año 2014; no se espera que se produzca otro ajuste en el corto plazo. El cacao fino y de aroma que utiliza Nestlé para su producción local de chocolatería y para los semielaborados que exporta, se produce en el Ecuador; el Ecuador es el principal productor a nivel mundial de este cacao cuya imagen está muy bien posicionada lo que mitiga la competencia de otros países latinoamericanos en este producto.

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, fomentar relaciones estables con proveedores locales e internacionales; esto 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, como todos los sectores en general se están enfrentando a las restricciones de liquidez en la economía. El Sistema Financiero y el Mercado de Valores están siendo muy selectivos a la hora de otorgar financiamiento y/o de hacer sus inversiones por lo que el riesgo de refinanciamiento se ha incrementado a nivel general. Consideramos que las empresas con flexibilidad financiera podrán sortear los riesgos del entorno operativo de manera adecuada.

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.

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. Sus fortalezas y los esfuerzos realizados en términos de promociones y sistemas de distribución especialmente, le han permitido enfrentar adecuadamente la importante competencia que existe por la variedad de productos locales e internacionales que se ofrecen en el mercado en una gama de precios muy diversificada. Sin embargo, y particularmente en el segmento de lácteos cuyas ventas se reducen en 2015, se refleja el giro de las preferencias de un importante grupo de consumo, hacia productos con precios menores; las preferencias se dan hacia el segmento de leche en funda, donde no participa la empresa, en contra de la leche en envase UHT.

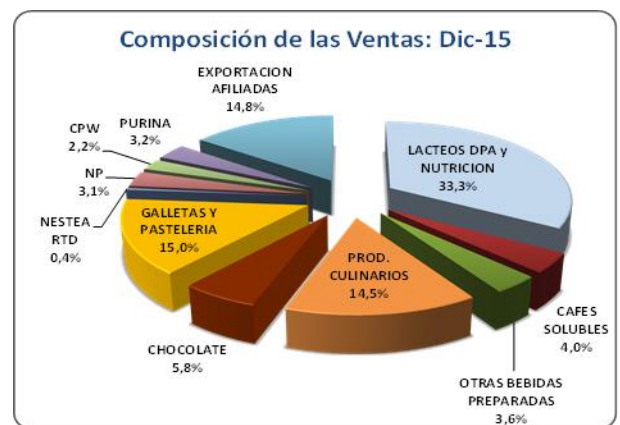
El mercado de leche en funda también ha captado

a los anteriores consumidores de leche en polvo segmento en el que Nestlé mantenía una importante contribución; la penetración de los sistemas de refrigeración en el territorio nacional propició este cambio de comportamiento en el mercado.

Por otro lado, alrededor del 15% del volumen de productos comercializados por Nestlé Ecuador son importados de relacionadas. Estas líneas tienen una baja o moderada competencia local y un mercado objetivo puntual, lo que les permite mayor flexibilidad en el manejo de precios. No se espera que las importaciones se afecten por las restricciones actuales ya que de acuerdo a la norma, las exportaciones de la empresa le permiten obtener cupos suficientes de importación. 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 2



Fuente: Nestlé Ecuador S.A. Elaboración: BWR

Las exportaciones son un rubro importante en las ventas totales, y han adquirido una mayor estabilidad y participación en las ventas.

En el 2015 las ventas al exterior alcanzan una participación de alrededor de 14.8%. Para el mediano plazo la empresa espera desarrollar productos para exportación que incorporen mayor valor agregado y mejor margen. Los productos que se exportan son semielaborados de cacao.

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

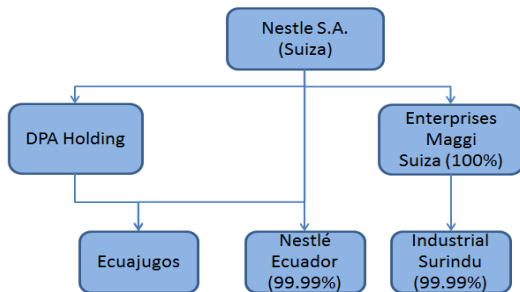
línea de producto depende de la estrategia global de la empresa, que realiza un análisis constante de los canales utilizados, de la eficiencia de rutas y de las frecuencias a cubrir, buscando la mayor eficiencia y rentabilidad de la red, un manejo adecuado de los inventarios de clientes, un mayor volumen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

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 producción de las tres plantas se comercializa a través de Nestlé Ecuador.

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 cinco años el grupo local ha invertido alrededor de USD 100MM. Para el siguiente año se planifica un monto menor de inversiones de capital de alrededor de USD 24.5MM, repartidos en Nestlé, Industrial Surindu y Ecuajugos.

ESTRUCTURA DE LAS EMPRESAS RELACIONADAS



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

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.

Miles de USD

dic.-15	Balace combinado	Nestlé Ecuador	Industrial Surindu
Activos	309.089	222.842	71.274
Deuda Financiera	95.431	95.002	22.660
EBITDA	67.355	41.135	18.379
Deuda Financiera / EBITDA	1,48	2,31	0,62

Fuente: Nestlé Ecuador.

*El Balance Combinado incluye cifras de Ecuajugos S.A.

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 relacionadas, se rigen bajo los parámetros de la política comercial internacional del grupo Nestlé, y de acuerdo al emisor cumplen con los parámetros para costos de transferencias para empresas multinacionales, así mismo se cumple con la norma de 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%).

ACCIONISTAS 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+” para



el corto plazo, con perspectiva estable. Esta calificación fue ratificada en agosto 2015.

Consideramos que, en caso de necesitarlo, la Casa Matriz tendría 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 dic-2015 tiene un activo total de USD 71.3MM, y no tiene deuda con instituciones financieras puesto que Nestlé Ecuador le provee el flujo financiero necesario. A dic-2015 la deuda financiera de Surindu con Nestlé Ecuador asciende a USD 22.6MM (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 repartir el 100% de la utilidad distributable, luego de cubrir impuestos, participación de trabajadores y cumplir el requerimiento de la reserva legal. No obstante, en los años 2013 y 2014 el pago de dividendos se ha realizado con cierta flexibilidad atendiendo las necesidades de liquidez de la empresa local, por lo que se ha acumulado una parte de los dividendos en el pasivo, los mismos que serán pagados paulatinamente de forma planificada.

En el año 2015 se realizó el pago parcial de estas obligaciones y se espera que el total adeudado se transfiera hasta finales del 2016. El índice de capitalización (deuda financiera /capitalización a dic-2015 es de 59.8%.

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. Durante los últimos años se ha puesto énfasis en la tecnología para empaque y manipulación de los productos. 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 arrancaron algunos proyectos que estaban en desarrollo y perfeccionamiento, como la exportación de semielaborados de cacao, 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.

Para el 2016, se espera mejorar la eficiencia del manejo de cuentas por cobrar mediante varios mecanismos, entre los que está un manejo cercano de la información sobre los inventarios de sus clientes y la mayor velocidad de respuesta de su cadena de distribución.

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 dic-2015.

Se debe mencionar que en el año 2014 se reconstituyeron los estados financieros auditados del año 2013, para corregir errores tanto en la contabilización de dividendos aprobados y no pagados, como de utilidades pagadas por adelantado a los empleados que no habían sido neteadas del pasivo por participación de las mismas. Dichas correcciones no afectan la opinión de los auditados, que se mantiene sin observaciones.

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). Se analizan también los estados financieros consolidados y combinados auditados de Nestlé Ecuador S.A., Industrial Surindu S.A., y de Ecuajugos S.A. del año 2013 y 2014. Dichos estados financieros contienen las correcciones realizadas a los estados financieros individuales. Se analizan también los estados financieros directos combinados a diciembre del 2015. Los estados financieros auditados no presentan observaciones ni salvedades.

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

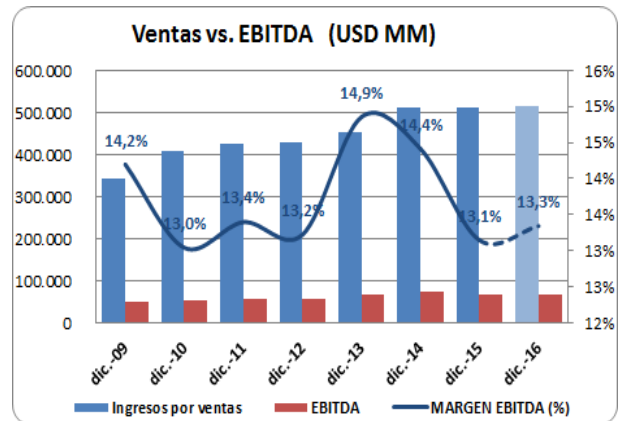
El análisis de la capacidad de pago del emisor se realiza con base tanto en las cifras individuales de

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. La amplia red de distribución, la alta diversificación por líneas de productos, su posición de liderazgo y las exportaciones a sus relacionadas han aportado positivamente para mantener los niveles de las ventas y del EBITDA.

La compañía mantiene un amplio margen bruto,



que se complementa con un manejo adecuado de los gastos de comercialización, basado principalmente en las estrategias de optimización de la red de distribución.

El EBITDA ha sido históricamente positivo e importante, pero su crecimiento no necesariamente estable, debido a la estrecha relación que mantienen las ventas con el comportamiento del PIB, como se ha explicado anteriormente en relación a la industria y al posicionamiento de la empresa y sus productos.

En términos de USD, el EBITDA de Nestlé Ecuador ha caído en el año 2012 y en el año 2015 con respecto a los períodos anteriores. En el 2012, las ventas crecieron ligeramente pero el margen bruto que fue particularmente importante fue absorbido por un gasto operativo así mismo particularmente alto que se justificó en mayores gastos de promoción.

La caída del EBITDA en ese año fue de 0.48%. La disminución del 8.6% que se presenta en el 2015, se origina en un débil crecimiento en ventas netas (luego de incentivos y descuentos) y en una reducción del margen bruto. Se observa que el gasto operativo en relación a las ventas en el 2015, aumenta pero no de forma importante. Dentro de este el gasto de comercialización se reduce en USD2.8MM mientras que el administrativo aumenta en 4.8MM.

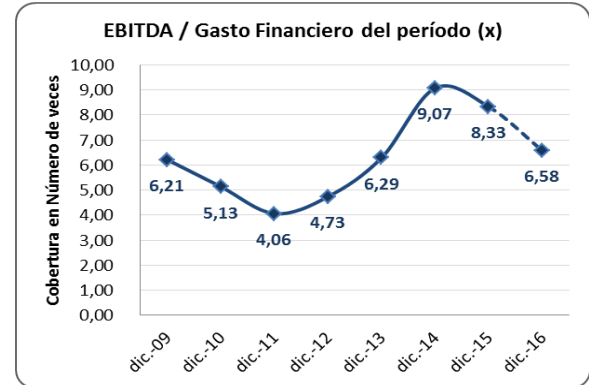
En el 2015, las ventas netas consolidadas y combinadas, se incrementaron en 0.26%, porcentaje que recoge la disminución en el segmento de lácteos y el crecimiento del resto de productos. Las ventas individuales de Nestlé Ecuador alcanzan un crecimiento de 1.9% en relación con dic-2014, mostrando también una disminución en el margen bruto y el EBITDA.

Para el año 2016 consideramos un crecimiento muy cercano al alcanzado en el 2015 (0.5%), tanto en el balance individual como en el combinado. Dicha perspectiva se justifica en la coyuntura del entorno macroeconómico que fomentaría un crecimiento negativo para casi todos los segmentos económicos pero que en este caso estaría atenuado por el posicionamiento de Nestlé Ecuador y sus productos y las estrategias comerciales planificadas.

Adicionalmente, se espera que las exportaciones a empresas relacionadas se mantengan como un rubro importante y en crecimiento; a dic-2015 las exportaciones representaron el 14.8% de las ventas del período. Si bien este rubro ha sido históricamente volátil, en los tres últimos años apoyan la generación de ingresos de la empresa de una manera más estable y relevante.

Por las mismas razones que justifican las ventas proyectadas hemos mantenido para la proyección del 2016 el margen bruto y la relación del gasto operativo sobre ventas del 2015.

Gráfico 5



Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A. Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos a 2013 a 2015. 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 8.33 a dic-2015. Para 2016 se podría esperar que esta relación se reduzca a 6.58 veces, por el crecimiento de la deuda financiera, respecto de dic-2015.

Los impuestos pagados ejercen una fuerte presión sobre los resultados. El impuesto a la renta representa el 38.14% del resultado de la gestión antes de impuestos a dic-2015 (27.3% a dic-2014); 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 particularmente alto impuesto generado en el 2015 obedece a que la empresa se acogió a la amnistía tributaria planteada por el SRI.

El resultado final consolidado y combinado del año 2015 es de USD 30.68MM que significa una disminución de 16.9% respecto del 2014 y 12.1% menor al del 2013.

Lo anterior se reflejó en la reducción de los índices de rentabilidad ROA y ROE, que a pesar de esto comparan positivamente con otras compañías alimenticias dentro del mercado nacional. El ROE del 2014 fue 51.98% y a dic-2015 es 43.77%. La rentabilidad sobre activos ROA es 10.25% a diciembre 2015 (12.98% a dic-2014).

La perspectiva para el siguiente año es que el ROE se ubique en niveles del 45% y el ROA en niveles cercanos al 9.7%.

Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-13	dic-14	dic-15
Total Activo Corriente	41,8%	44,3%	45,8%
Fondos Disponibles	5,5%	8,1%	7,9%
Cuentas por Cobrar Comerciales Netas	14,7%	12,6%	15,1%
Inventarios Neto	16,1%	18,5%	17,2%
Otras cuentas por cobrar (afecta al flujo)	1,4%	1,5%	2,2%
Gastos pagados por anticipado	0,7%	0,4%	0,6%
Total Activo No Corriente	58,2%	55,7%	54,2%
Propiedades	48,6%	47,3%	46,9%
Cuentas por Cobrar LP Accionistas/Rela	8,3%	7,4%	6,4%
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 a 2015 Elaboración: BWR

PASIVOS

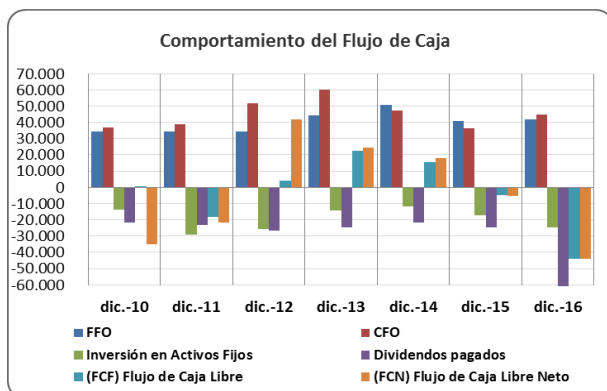
	dic-13	dic-14	dic-15
Total Pasivo Corriente	56,41%	63,19%	70,01%
Deuda Financiera CP	23,18%	25,43%	27,85%
Deuda Comercial	19,69%	18,80%	18,18%
Otros Pasivos CP	11,12%	11,80%	13,24%
Total Pasivo LP	17,99%	11,56%	8,27%
PATRIMONIO	25,60%	25,25%	21,72%

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; los recursos generados se han utilizado para cumplir con 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 a 2015 Proyecciones ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

A partir del 2013, se observa fortalecimiento del flujo de fondos operativo, el mismo que históricamente ha sido suficiente para cubrir las necesidades de capital de trabajo produciéndose en todos los años analizados CFO's (flujo de caja operativo después de capital de trabajo) positivos.

Esto a pesar de la volatilidad en las necesidades de capital de trabajo requerido en los distintos años, dependiendo especialmente de la capacidad de recuperar las cuentas por cobrar en cada período y de las decisiones de abastecimiento de inventarios para aprovechar las mejores condiciones disponibles.

El CFO generado ha sido suficiente para cubrir el pago de dividendos y las inversiones en activos fijos en todos los años analizados excepto en el 2011 y el 2015. En el 2011 las inversiones fueron mayores a lo histórico y en el 2015 la generación fue menor, la necesidad de financiar cuantas por cobrar comerciales fue importante y además el requerimiento de CAPEX fue mayor que en los dos años anteriores. El flujo de caja libre negativo generado en estos dos años fue cubierto con deuda financiera la misma que a partir del 2012 se ha venido reduciendo con la generación del negocio y la recuperación de cuentas por cobrar a relacionadas.

Como política de dividendos la corporación reparte el 100% de las utilidades originadas cada año pero en función de la liquidez disponible. Es así como a diciembre 2015, el balance consolidado y combinado registra una cuenta de dividendos por pagar de 33MM, los mismos que podrían ser pagados paulatinamente en los dos próximos años.

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 en los años anteriores lograron resultados positivos, no obstante en este año se presionan por las razones antes expuestas y debido a la situación de menor liquidez de la economía. Aunque la empresa ha creado mecanismos para incentivar el pronto pago de sus clientes y controlar la administración de los inventarios, las proyecciones para el 2016, contemplan una situación similar a la del 2015 considerando la situación del entorno operativo.

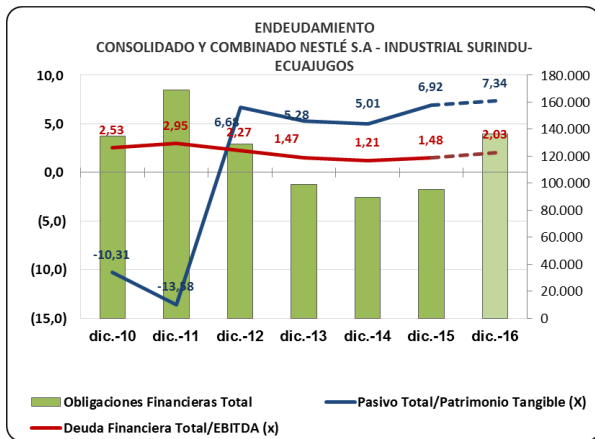
Dadas las condiciones analizadas al momento y frente a las variables predecibles estimamos probable que en este año el EBITDA consolidado se mantenga con un leve crecimiento del 2% respecto al generado en el año 2015. Dicha generación sería suficiente para alcanzar un CFO positivo, luego de cubrir las necesidades de capital de trabajo que para el año no serán importantes en consistencia con el crecimiento esperado del negocio.

Las proyecciones incorporan inversión importante en CAPEX que podría ser financiada con la propia generación operativa. Las decisiones en cuanto al pago de dividendos del año y aquellos por pagar de

años anteriores determinarán la necesidad de financiamiento externo de la empresa; consideramos que dichas decisiones estarán sujetas a la disponibilidad de liquidez en el sistema en general.

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-2015 Surindu no tiene deudas con entidades financieras. Los estados financieros consolidados y combinados reflejan de mejor manera la capacidad de pago de Nestlé Ecuador S.A.

Gráfico 7



Fuente: Consolidado y Combinado Nestlé Ecuador S.A., Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos desde 2012 hasta diciembre 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 alto. En el año 2015 se eleva el endeudamiento financiero pero se mantiene inferior a los históricos.

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 y presiona su relación frente a la deuda financiera. Esta situación se compensa con el soporte de la casa matriz.

Un endeudamiento moderado tanto en monto como en relación al EBITDA, le otorga a la empresa mayor flexibilidad financiera, suficiente para cubrir los riesgos propios del negocio.

En el balance individual de Nestlé Ecuador, los indicadores de endeudamiento son más apretados

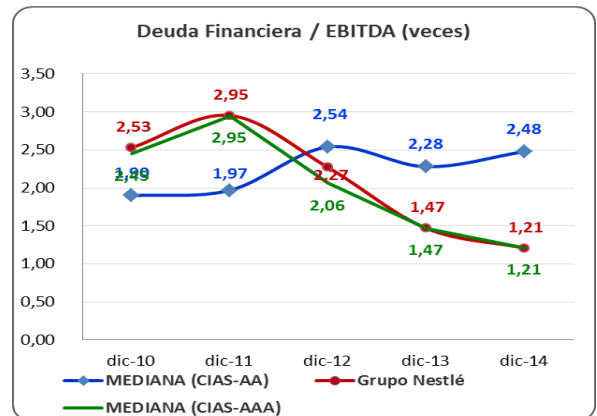
en relación a los consolidados y combinados (gráfico 7), debido a que Nestlé Ecuador asume los requerimientos financieros de las tres empresas y por tanto toda la deuda financiera con bancos y el mercado de valores está en su balance, mientras tanto el EBITDA no considera la generación de las dos empresas relacionadas.

De igual forma el patrimonio tangible individual es obviamente menor porque no se suman los patrimonios de las dos relacionadas y porque del patrimonio individual se restan entre otras, las cuentas por cobrar no comerciales a Surindu y Ecuajugos. Estos valores son importantes dado que Nestlé es la que provee de fondos para las necesidades del capital de trabajo de las dos empresas. En el balance consolidado y combinado estas cuentas relacionadas desaparecen.

En el balance individual, a dic-2015 la deuda financiera / EBITDA es 2.31 veces; a fin del 2016 podríamos esperar que este indicador se incremente a alrededor de 2.9 veces por las razones antes expuestas.

Los niveles de endeudamiento respecto de su capacidad de pago son consistentes con lo que presentan sus pares calificados por BWR para su nivel de calificación hasta el año 2014.

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 los estados financieros consolidados y combinados, en relación a su capacidad de generación se incremente para mantener su planificación de inversiones y su política de dividendos. No obstante, esperamos que el apalancamiento en relación al EBITDA se mantenga en niveles relativamente bajos (alrededor de 2 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, los pasivos originalmente contratados a largo plazo han ido venciendo y han sido reemplazados con deuda financiera de corto plazo. A continuación se expone la tabla con la estructura de deuda actual.

Estructura de la deuda financiera

Miles USD

dic.-15	Balace combinado	%	Nestlé Ecuador
Corriente	86.066	90,2%	85.637
No corriente	9.365	9,8%	9.365
Total	95.431	100%	95.002

Fuente: Nestlé Ecuador. Elaboración: BWR

El total de la deuda financiera con el mercado de valores (USD56.35MM) constituye el 59% de la deuda financiera total a dic-2015. El resto de la deuda financiera (USD 39MM) ha sido concedida por instituciones financieras locales, con el respaldo de pagarés a la orden, sin garantías específicas gracias a su buen perfil de crédito y a la percepción del soporte de su Casa Matriz por los vínculos existentes.

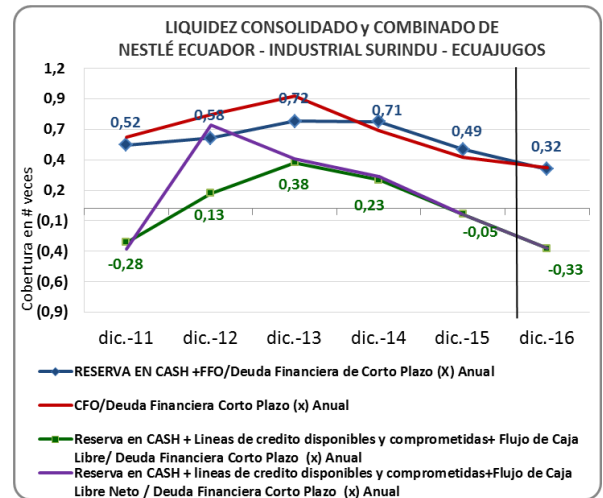
Como se mencionó anteriormente, a dic-2015 se conserva deuda con accionistas por dividendos del año 2014 que representan alrededor de 8.7% del pasivo.

Los otros pasivos de largo plazo están constituidos por las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio. Este pasivo tiene un peso de 6.3% 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. El endeudamiento incluye también contingentes.

Por otro lado, en el año 2015 la administración informó 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. Para nuestro análisis de flujos y de endeudamiento los contingentes tributarios son incorporados al pasivo y la parte no provisionada a la deuda financiera.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

Gráfico 9



Fuente: Consolidado Nestlé Ecuador S.A. Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos a 2013 al 2015. Proyecciones 2016 ajustadas de acuerdo a criterio de BWR. Elaboración: BWR.

El gráfico anterior muestra la evolución de los niveles de liquidez de la compañía.

Como se menciona anteriormente, en el último año se presiona la liquidez debido a varias razones: la disminución del EBITDA (8.6%), un mayor requerimiento de capital de trabajo especialmente para financiar cuentas por cobrar a clientes, y pago de impuestos mayor a los años anteriores. Por esta razón el CFO disminuye en 22.9% anual.

El flujo de caja libre, luego de necesidades de capital de trabajo, inversiones y parte de dividendos por pagar es negativo y fue financiado con deuda de corto plazo. El incremento de la deuda y su concentración en el corto plazo contribuyó a la presión de liquidez en el 2015 año en el cual adicionalmente debió refinanciarse el total de los vencimientos de corto plazo; la empresa logró hacerlo principalmente a través de instituciones financieras locales y el mercado de valores.

En el balance individual de Nestlé Ecuador se observan las mismas tendencias que en el consolidado y combinado aunque los indicadores de liquidez son más apretados porque la deuda financiera del grupo se concentra en este balance el cual en cambio como se ha mencionado no incorpora los ingresos de las relacionadas.

Durante el 2016, Nestlé Ecuador tiene vencimientos por USD 86MM; el CFO que se espera que se produzca en este año es de aproximadamente USD 45MM que representa un 52% de dichos vencimientos. Considerando el CAPEX planificado para el año y los dividendos por pagar, la empresa tendría que refinanciar toda la



deuda de corto plazo e incurrir en financiamiento adicional como se explicó en la sección anterior. El monto de dividendos que efectivamente se paguen dependerá de la capacidad de la empresa para conseguir dicho financiamiento.

A pesar de las restricciones de liquidez en los mercados, consideramos que el riesgo de refinanciamiento de esta empresa se mitiga por su capacidad de acceder a crédito bancario y al mercado de valores, considerando su buen nombre, sus expectativas como negocio en marcha, su flexibilidad financiera y el soporte de su casa matriz. Históricamente el Emisor ha demostrado esta capacidad.

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	dic-15
Activo Líquido (USD M)	32.119
Activo Ajustado (USD M)	170.300
Activo Total (USD M)	222.842

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	40.500	40.500	0,793	4,20
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	40.500	0,793	4,20
3era	Deuda sin garantía específica de balance	158.679	199.179	0,161	0,86
TOTAL	Pasivos + Conting. Tribut.	199.179	199.179	0,161	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 15.69MM) más los USD 50MM de este programa de Papel Comercial exceden en USD 9.27MM el 200% del patrimonio de Nestlé Ecuador (USD 56.43M). La fianza solidaria de Industrial Surindu por hasta USD 35MM cubre en 3.78 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 dic-2015 el 48.2% de los activos, USD 105.8MM 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 9.4% para protección de deterioro.

El 25.1% USD 55.99MM son 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 liquidados 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 la garantía citada con el siguiente orden de prelación.

Industrial Surindu S.A.

Fecha de corte	dic-15
Activo Líquido (USD M)	98,9
Activo Ajustado (USD M)	70.701
Activo Total (USD M)	71.274

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	6.999	6.999	4,589	24,33
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	6.999	4,589	24,33
3era	Deuda sin garantía específica de balance	35.158	42.157	0,762	4,04
TOTAL		42.157	42.157	0,762	4,04

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 15.69MM.

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 40.66MM, con diversas fechas de vencimiento hasta el 16 de noviembre del 2016.

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.

GRUPO NESTLE ECUADOR

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
RESULTADOS					
Ventas	427.061	430.670	452.400	510.999	512.353
% crecimiento	4,65%	0,85%	5,05%	12,95%	0,26%
Costos	-274.898	-257.062	-279.862	-324.471	-327.607
% crecimiento	1,8%	28,00%	39,35%	26,22%	0,97%
MARGEN BRUTO (%)	35,6%	40,31%	38,14%	36,50%	36,06%
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	67.355
MARGEN EBITDA (%)	13,4%	13,2%	14,9%	14,4%	13,1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	57.217	56.945	67.208	73.656	67.355
MARGEN EBITDAR (%)	13,4%	13,2%	14,9%	14,4%	13,1%
Cuota leasing del periodo	0	-	-	-	-
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	11.167	9.694	13.879	12.574	10.070
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	46.050	47.251	53.329	61.082	57.285
MARGEN EBIT (%)	10,8%	11,0%	11,8%	12,0%	11,2%
Gasto Financiero del periodo	-14.093	(12.031)	(10.684)	(8.118)	(8.085)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	3,3%	2,8%	2,4%	1,6%	1,6%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	9,3%	8,1%	9,4%	8,6%	8,8%
Impuestos a la renta	-8.870	(10.431)	(7.785)	(16.821)	(18.390)
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%	0,11%	1,46%	-0,27%
UTILIDAD NETA	23.685	25.709	34.907	36.930	30.677
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5,5%	6,0%	7,7%	7,2%	6,0%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	45,9%	42,8%	49,9%	51,1%	43,8%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	8,3%	8,6%	12,2%	13,0%	10,3%
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	40.747
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	29.667	39.505	46.162	53.116	41.453
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	4.336	17.199	15.549	-3.611	-4.309
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	34.002	56.704	61.711	49.505	37.144
Inversión en Activos Fijos	-29.178	-25.523	-14.187	-11.888	-17.296
Otras Inversiones, Neto	0	-402	-427	-528	-144
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	4.824	30.778	47.097	37.089	19.704
Variación Neta de Deuda Financiera	34.393	-40.077	-29.680	-9.777	6.172
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-23.016	-26.585	-24.757	-21.585	-24.634
Otros Financiamientos, Neto	-3.584	37.397	2.213	2.221	-306
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	12.617	1.513	-5.127	7.948	937
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	57.217	56.945	67.208	73.656	67.355
(-) Gasto Financiero del periodo	-14.093	-12.031	-10.684	-8.118	-8.085
(-) Impuesto a la renta del periodo	-8.870	-10.431	-12.096	-14.671	-18.527
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo (ingreso manual diferenciando de total)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	34.253	34.483	44.428	50.867	40.743
(-) Variación Capital de Trabajo	4.336	17.199	15.549	-3.611	-4.309
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	38.589	51.682	59.977	47.256	36.434
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3.097	920	47	787	-133
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-2.499	0	0	0	0
(-) Ajustes No operativos que no implican flujo (incluye VPP)	-5.185	4.102	1.687	1.461	843
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-23.016	-26.585	-24.757	-21.585	-24.634
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-29.178	-25.523	-14.187	-11.888	-17.296
(-)Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa	0	-402	-427	-528	-144
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-18.192	4.193	22.340	15.504	-4.929
(-)Otras Inversiones neto en empresas relacionadas y acciones	0	0	0	0	0
OTROS FINANCIAMIENTOS NETO	-3.584	37.397	2.213	2.221	-306
Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	-21.776	41.590	24.553	17.725	-5.235
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	34.393	-40.077	-29.680	-9.777	6.172
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	12.617	1.513	-5.127	7.948	937
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	19.020	20.535	15.409	23.357	24.294
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	19.022	20.535	15.409	23.358	24.294
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	-2	(0)	(1)	(0)	1
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	0	0	0	0	0
(-) cuota leasing del periodo (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	67.355
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	31.747	31.763	24.642	32.376	32.598
Activos Totales	310.953	290.387	279.667	289.251	309.089
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	65.752	67.226	64.822	73.567	86.066
Pasivo financiero Largo Plazo	103.312	61.760	34.215	15.693	9.365
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	4.550
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	99.981
Pasivos con Proveedores	49.905	47.158	55.056	54.379	56.190
Otros Pasivos	40.047	46.009	53.968	72.582	85.787
Pasivos Totales	259.015	222.153	208.061	216.220	241.958
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	51.937	68.234	71.606	73.031	67.131
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	-19.071	33.248	39.431	43.193	35.603
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	71.007	34.986	32.176	29.838	31.528
Capitalización ****	221.000	197.221	170.643	162.291	167.113
Contingentes	0	0	0	0	4.550
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.

GRUPO NESTLE ECUADOR

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4,06	4,73	6,29	9,07	8,33
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1,99	2,61	4,96	7,61	6,19
EBITDAR/cargos fijos(intereses, dividendos preferentes y cuota leasing del período)(x)	4,06	4,73	6,29	9,07	8,33
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x)	3,43	3,87	5,16	7,27	6,04
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x)	3,74	5,30	6,61	6,82	5,51
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3,43	3,87	5,16	7,27	6,04
0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2,95	2,27	1,47	1,21	1,48
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	2,40	1,71	1,11	0,77	1,00
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	4,94	3,74	2,23	1,75	2,45
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	76,5%	65,4%	58,0%	55,0%	59,8%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	10,3%	9,1%	11,0%	9,0%	7,9%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,65	0,58	0,48	0,41	0,41
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	-13,58	6,68	5,28	5,01	6,80
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	-13,58	6,68	5,28	5,01	6,92
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	-8,87	3,88	2,51	2,07	2,81
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	-100%	-112%	-105%	-100%	-101%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	39%	52%	65%	82%	90%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,52	0,51	0,69	0,69	0,47
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,75	0,80	5,17	5,06	6,44
RESERVA EN CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,52	0,58	0,72	0,71	0,49
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,59	0,77	0,93	0,64	0,42
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,85	1,19	6,98	4,70	5,76
Reserva en CASH + Líneas de crédito disponibles y comprometidas+ Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera	-0,28	0,13	0,38	0,23	-0,05
Reserva en CASH + líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financiera	-0,33	0,68	0,41	0,26	-0,05
Reserva en CASH + Líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre / Porción Corriente	-0,40	0,20	2,84	1,71	-0,62
Reserva en CASH+ Líneas de crédito disponibles y comprometidas+Flujo de Caja Libre Neto / Porción corriente	-0,48	1,06	3,10	1,93	-0,67
OTROS INDICES					
Capital de trabajo a financiar	61.529,26	44.957	30.845	35.712	43.551
Liquidez Acida (x)	0,75	0,62	0,46	0,41	0,41
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,71	0,57	0,42	0,38	0,37
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,57	0,58	0,56	0,59	0,58
Patrimonio / Activo Total (x)	0,17	0,23	0,26	0,25	0,22
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	5,89	8,05	10,12	12,43	9,96
Días de cuentas por cobrar	61,13	44,71	35,57	28,95	36,15
Rotación de inventarios (x)	6,58	6,15	6,23	6,05	6,17
Días de inventarios	54,74	58,56	57,76	59,50	58,30
Rotación de cuentas por pagar (x)	5,51	5,45	5,08	5,97	5,83
Días de cuentas por pagar	65,35	66,04	70,82	60,33	61,75
Rotación Capital de Trabajo	4,47	5,72	9,07	9,09	7,52
Días de Capital de Trabajo por financiar	80,58	62,96	39,68	39,62	47,86
Días de Ciclo de Operación	-50,51	-37,23	-22,51	-28,12	-32,71
Activo corriente / Pasivo corriente	1,04	0,91	0,74	0,70	0,65

Vencimientos Deuda Financiera

Año	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Vencimientos Emision Obligaciones	84.985	58.004	34.346	74.644	56.352
Vencimientos Otra deuda Financiera	84.078	70.982	64.691	14.616	39.079
Total	169.064	128.986	99.037	89.259	95.431

(x) Índice expresado en número de veces

NESTLÉ ECUADOR S.A.

(Miles de USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
RESULTADOS					
Ventas	420.758	429.331	460.216	513.666	523.678
% crecimiento	3,11%	2,04%	7,19%	11,61%	113,32%
Costos Fijos	-286.144	-285.327	-318.557	-362.428	-370.837
% crecimiento Fijos	6,0%	-0,3%	11,65%	13,77%	121,17%
MARGEN BRUTO (%)	32,0%	33,5%	30,78%	29,44%	29,19%
Otros Ingresos Operativos	0	0	390	58	0
% crecimiento					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	43.062	37.499	40.627	42.722	41.135
MARGEN EBITDA (%)	10,2%	8,7%	8,8%	8,3%	7,9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	43.062	37.499	40.627	42.722	41.135
MARGEN EBITDAR (%)	10,2%	8,7%	8,8%	8,3%	7,9%
Cuota leasing del período	0	0	-	-	-
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	8.775	8.055	9.314	6.599	4.346
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	34.287	29.445	31.313	36.123	36.788
MARGEN EBIT (%)	8,1%	6,9%	6,8%	7,0%	7,0%
Gasto Financiero del período	-12.592	-11.624	(10.457)	(7.791)	(7.955)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	3,0%	2,7%	2,3%	1,5%	1,5%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	8,3%	7,9%	9,3%	8,3%	8,1%
Impuestos a la renta	-6.025	-6.374	(5.621)	(9.192)	(11.984)
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%	3,62%
UTILIDAD NETA	16.268	14.592	17.129	22.163	19.932
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3,9%	3,4%	3,7%	4,3%	3,4%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	41,9%	57,3%	66,1%	75,4%	62,2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	6,3%	6,1%	8,1%	10,8%	8,0%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	25.042	21.584	26.442	28.762	22.278
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No Operativos	25.042	21.267	27.978	30.377	22.978
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-10.679	26.021	16.725	-7.648	-2.743
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	14.364	47.288	44.703	22.729	19.536
Inversión en Activos Fijos	-11.474	-6.918	-6.909	-6.269	-12.181
Otras Inversiones, Neto	0	-402	-427	-528	60
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.890	39.968	37.367	15.932	7.415
Variación Neta de Deuda Financiera	34.834	-43.297	-27.171	-9.895	5.861
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	-13.252
Otros Financiamientos, Neto	-16.245	16.335	1.735	12.633	885
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-19.748	-3.262	-2.661	9.807	908
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	43.062	37.499	40.627	42.722	41.135
(-) Gasto Financiero del período	-12.592	-11.624	-10.457	-7.791	-7.955
(-) Impuesto a la renta del período	-6.025	-6.374	-5.621	-9.192	-11.984
(-) 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	19.502	24.549	25.739	21.195
(-) Variación Capital de Trabajo	-10.679	26.021	16.725	-7.648	-2.743
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	13.766	45.523	41.274	18.090	18.452
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3.097	2.866	2.490	2.797	1.083
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-2.499	-784	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	-317	939	1.841	0
(-) dividendos, totales pagados a los accionistas en el período	-41.227	-16.268	-14.592	-8.862	-13.252
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-11.474	-6.918	-6.909	-6.269	-12.181
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	-402	-427	-528	60
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-38.337	23.700	22.775	7.069	-5.837
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-16.245	16.335	1.735	12.633	885
Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	-54.582	40.035	24.510	19.702	-4.953
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	34.834	-43.297	-27.171	-9.895	5.861
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	908
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	23.815
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	19.022	15.761	13.100	22.907	23.815
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	37.499	40.627	42.722	41.135
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)					
Activos Totales	31.747	26.989	22.333	31.926	32.119
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	257.639	218.609	206.827	204.457	222.842
Pasivo financiero Largo Plazo Local	66.192	64.447	64.822	73.449	85.637
Financiamiento Leasing	103.312	61.760	34.215	15.693	9.365
Contingentes y otros 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	95.002
Pasivos con Proveedores	34.248	38.040	47.574	39.351	42.788
Otros Pasivos	27.579	29.729	33.047	44.358	56.839
Pasivos Totales	231.331	193.977	179.658	172.850	194.629
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	26.308	24.632	27.169	31.607	28.213
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	-24.329
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	82.576	65.049	64.026	51.673	52.542
Capitalización ****	195.812	150.839	126.206	120.749	123.215
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.

NESTLÉ ECUADOR S.A.

(Miles de USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,42	3,23	3,89	5,48	5,17
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2,51	2,63	3,22	4,68	3,64
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3,42	3,23	3,89	5,48	5,17
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2,94	2,68	3,35	4,30	3,66
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2,09	4,92	4,95	3,32	3,32
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,94	2,68	3,35	4,30	3,66
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3,94	3,37	2,44	2,09	2,31
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	3,20	2,65	1,89	1,34	1,53
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6,93	6,47	4,03	3,46	4,48
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	86,6%	83,7%	78,5%	73,8%	77,1%
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	0,49
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	-4,11	-4,80	-4,87	-8,61	-8,00
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	-4,11	-4,80	-4,87	-8,61	-8,00
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	-3,01	-3,12	-2,69	-4,44	-3,90
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	-179%	-100%	-100%	-103%	-125%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	39%	51%	65%	82%	90%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,37	0,30	0,38	0,35	0,25
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,54	0,45	1,43	2,56	3,35
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,37	0,30	0,38	0,35	0,25
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,21	0,71	0,64	0,25	0,22
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,30	1,05	2,40	1,80	2,92
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	-0,58	0,37	0,35	0,10	-0,07
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0,84	0,54	1,33	0,70	-0,92
Reserva en CASH+lineas 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	-0,06
Reserva en CASH+lineas 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	-0,06
Reserva en CASH+lineas 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	-0,07
OTROS INDICES					
Capital de trabajo por financiar	66.793	42.234	25.284	33.533	39.231
Liquidez Acida (x)	0,92	0,73	0,54	0,50	0,49
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,87	0,67	0,50	0,46	0,45
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,60	0,59	0,56	0,64	0,62
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	10,41
Días de cuentas por cobrar	61,70	47,67	37,07	27,61	34,60
Rotación de inventarios (x)	8,99	10,72	10,92	9,51	10,17
Días de inventarios	40,03	33,57	32,96	37,87	35,38
Rotación de cuentas por pagar (x)	8,36	7,50	6,70	9,21	8,67
Días de cuentas por pagar	43,09	48,00	53,76	39,09	41,54
Rotación Capital de Trabajo	4,28	6,76	12,60	10,81	9,45
Días de Capital de Trabajo por financiar	84,03	53,29	28,57	33,31	38,08
Días de Ciclo de Operación	-58,63	-33,25	-16,27	-26,39	-28,44
Activo corriente / Pasivo corriente	1,20	0,95	0,76	0,76	0,70
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Vencimientos Emision Obligaciones	84.985	58.004	34.346	74.644	56.352
Vencimientos Otra deuda Financiera	84.519	68.204	64.691	14.498	38.650
Total	169.504	126.207	99.037	89.142	95.002

(x) Índice expresado en número de veces

EMPRESA: INDUSTRIAL SURINDU S.A.

(Miles de USD)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
RESULTADOS					
Ventas	61.774	60.747	67.919	74.544	74.278
% crecimiento	-4,55%	-1,66%	11,81%	9,76%	9,36%
Costos	-47.106	-45.757	-49.570	-54.289	-55.428
% crecimiento	-7,1%	-2,9%	8,3%	9,5%	11,8%
MARGEN BRUTO (%)	23,7%	24,7%	27,0%	27,2%	25,4%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14.182	14.013	18.167	20.288	18.384
MARGEN EBITDA (%)	23,0%	23,1%	26,7%	27,2%	24,8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14.182	14.013	18.167	20.288	18.384
MARGEN EBITDAR (%)	23,0%	23,1%	26,7%	27,2%	24,8%
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	3.088	3.241	3.335
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11.763	12.488	15.079	17.048	15.049
MARGEN EBIT (%)	19,0%	20,6%	22,2%	22,9%	20,3%
Gasto Financiero del período	-1.501	-1.699	-1.641	-2.081	-1.108
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2,4%	2,8%	2,4%	2,8%	1,5%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11,9%	6,9%	6,1%	7,7%	4,8%
Impuestos a la renta	-2.921	-2.820	-1.548	-4.523	-3.234
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	28,5%	26,1%	11,5%	29,0%	23,2%
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	11.963	11.061	10.924
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	12,0%	13,4%	17,6%	14,8%	14,7%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	28,4%	31,4%	42,3%	37,2%	36,9%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12,4%	11,4%	16,3%	15,1%	15,0%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	9.836	9.690	15.051	14.301	14.259
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	9.760	9.494	13.492	14.301	14.042
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	10.073	-11.220	-1.472	7.662	-28
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	19.832	-1.726	12.021	21.963	14.014
Inversión en Activos Fijos	-22.463	-9.302	-3.938	-3.366	-2.371
Otras Inversiones, Neto	0	-20	-104	104	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-2.631	-11.048	7.979	18.701	11.643
Variación Neta de Deuda Financiera	10.368	13.643	-393	-7.929	-420
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-8.308	-7.417	-8.165	-11.890	-11.151
Otros Financiamientos, Neto	506	4.836	0	0	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-64	14	-579	-1.118	72
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	14.182	14.013	18.167	20.288	18.384
(-) Gasto Financiero del período	-1.501	-1.699	-1.641	-2.081	-1.108
(-) Impuesto a la renta del período	-2.921	-2.820	-1.548	-4.523	-3.234
(-) 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	14.978	13.685	14.042
(-) Variación Capital de Trabajo	10.073	-11.220	-1.472	7.662	-28
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	19.832	-1.726	13.507	21.347	14.014
(+) 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	-8.165	-11.890	-11.151
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-22.463	-9.302	-3.938	-3.366	-2.371
(-) Otras Inversiones neto propias de la operación de la empresa	0	-20	-104	104	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-10.939	-18.465	1.301	6.810	492
(-) 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	1.301	6.810	492
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	10.368	13.643	-393	-7.929	-420
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-64	14	907	-1.118	72
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	921	-1.010	99
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	0	14	108	27	99
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	-0	813	-1.037	-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)	14.182	14.013	18.167	20.288	18.384
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	0	14	108	27	99
Activos Totales	71.051	72.433	74.228	72.363	71.274
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	17.759	31.402	31.009	23.080	22.660
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	22.660
Pasivos con Proveedores	15.480	6.841	6.368	6.291	5.641
Otros Pasivos	12.184	7.814	6.677	13.648	13.856
Pasivos Totales	45.423	46.057	44.054	43.019	42.157
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	25.628	26.376	30.174	29.344	29.117
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	28.544
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	5.406	861	1.477	534	577
Capitalización ****	43.387	57.778	61.183	52.424	51.777
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 financieros+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-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	9,45	8,25	11,07	9,75	16,59
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	-5,52	2,77	8,67	8,13	14,45
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	9,45	8,25	11,07	9,75	16,59
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera (x)	7,50	6,59	10,13	7,58	13,67
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) (x)	14,21	-0,02	9,23	11,26	13,65
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7,50	6,59	10,13	7,58	13,67
CFO/cargos fijos (x)	14,21	-0,02	9,23	11,26	13,65
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1,25	2,24	1,71	1,14	1,23
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	1,25	2,24	1,70	1,14	1,23
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	1,82	3,31	2,07	1,69	1,61
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	40,9%	54,3%	50,7%	44,0%	43,8%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	53,5%	66,6%	71,9%	54,1%	53,8%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,39	0,68	0,70	0,54	0,54
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2,25	1,81	1,54	1,49	1,48
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2,25	1,81	1,54	1,49	1,48
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,88	1,23	1,08	0,80	0,79
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	-95%	-100%	-100%	-99%	-101%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	100%	100%	100%	100%	100%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,55	0,30	0,48	0,59	0,62
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual					
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,55	0,30	0,49	0,59	0,62
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,12	-0,05	0,44	0,92	0,62
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual					
CASH + Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,62	-0,59	0,05	0,30	0,03
CASH + Flujo de Caja Libre Neto / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,59	-0,43	0,05	0,30	0,03
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	-32.088
Liquidez Acida (x)	0,13	0,02	0,04	0,01	0,02
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	0,20
Patrimonio / Activo Total (x)	0,36	0,36	0,41	0,41	0,41
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	150,81	226,66	233	13.217	698
Días de cuentas por cobrar	2,39	1,59	1,54	0,03	0,52
Rotación de inventarios (x)	4,72	5,57	5,58	6,79	7,34
Días de inventarios	76,30	64,59	64,53	53,00	49,02
Rotación de cuentas por pagar (x)	3,04	6,69	7,78	8,63	9,83
Días de cuentas por pagar	118,30	53,82	46,25	41,72	36,63
Rotación Capital de Trabajo	-1,72	-1,32	-1,51	-1,67	-1,73
Días de Capital de Trabajo	-209,34	-272,72	-238,77	-216,19	-208,41
Días de Ciclo de Operación	-169,73	-285,07	-258,59	-227,50	-221,31
Activo corriente / Pasivo corriente	0,37	0,21	0,24	0,21	0,21
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Vencimientos Emision Obligaciones	0	0	0	0	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	17.759	31.402	31.009	23.080	22.660
Total	17.759	31.402	31.009	23.080	22.660

(x) Indice expresado en número de veces



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.