

## FLORIDA ICE AND FARM CO., S.A. (FIFCO)

### Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

**Sesión Ordinaria: N° 1222018**

**Fecha de ratificación:** 07 de agosto 2018

**Información Financiera:** no auditada al 31 de marzo 2018, considerando información a diciembre 2017.

Contactos: Leonardo Peralta León  
Marcela Mora Rodríguez

Analista Financiero [lperalta@scresgo.com](mailto:lperalta@scresgo.com)  
Analista Senior [mmora@scresgo.com](mailto:mmora@scresgo.com)

## 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de Florida Ice and Farm, Co. S.A., con información financiera no auditada al 31 de marzo del 2018, y considerando información no auditada al 31 de diciembre del 2017.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente calificación de riesgo:

Emisor	Calificación		Perspectiva
	Anterior	Actual*	
Florida Ice and Farm Co., S.A.	scr AAA (CR)	scr AAA (CR)	Estable

Producto	Monto -millones-	Calificación Anterior	Calificación Actual*
Programa de Emisión de Bonos Estandarizados C-2011	€50.000	scr AAA (CR)	scr AAA (CR)
Serie C 2	€10.000	scr AAA (CR)	scr AAA (CR)
Serie C 3	€12.150	scr AAA (CR)	scr AAA (CR)
Serie C 4	€22.850	scr AAA (CR)	scr AAA (CR)
Programa de Emisión de Bonos Estandarizados E-2013	€50.000	scr AAA (CR)	scr AAA (CR)
Serie E 1	€5.250	scr AAA (CR)	scr AAA (CR)

\*La calificación actual no varió con respecto a la anterior.

### Explicación de la calificación otorgada:

**scr AAA (CR):** Emisiones con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Excelente.

**Perspectiva Estable:** Se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.<sup>1</sup>

## 2. FUNDAMENTOS

Las calificaciones asignadas a FIFCO, se fundamentan en:

*“La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representantes”*

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scresgo.com](http://www.scresgo.com)

## Fortalezas

- Liderazgo y posicionamiento en el mercado nacional y a nivel centroamericano en el segmento bebidas.
- Crecimiento constante de su estructura financiera, manteniendo la solidez y el equilibrio financiero.
- Márgenes de rentabilidad estables.
- Diversidad del portafolio de productos, tanto en producción como en distribución, así como en las redes local e internacional que ostenta.
- Liderazgo corporativo en responsabilidad social dentro de la región centroamericana, expresado a través de la implementación de programas sociales y ambientales tanto a nivel interno como externo.
- Conjunto de certificaciones de gestión de calidad, lo que revela un fuerte compromiso en todos los niveles de la empresa por la excelencia y profesionalismo del producto o servicio ofrecido.

## Retos

- Penetrar y consolidarse en el mercado estadounidense a través de su subsidiaria “North American Breweries Holdings, LLC” y sus subsidiarias (NAB).
- Potenciar el portafolio de productos actual en el mercado local e internacional al que se tiene acceso, dada la fuerte competencia en el mercado.
- Continuar gestionando eficientemente el negocio turístico e inmobiliario, a través de Florida Inmobiliaria, S.A. y Subsidiarias.
- Mantener controlado el riesgo cambiario al que FIFCO está expuesto.
- Realizar una administración adecuada del capital de trabajo, manteniendo una posición de liquidez holgada.

### 3. HECHOS RELEVANTES

El 29 de enero de 2018, se informa sobre la compra de 200.000 acciones a través de la subsidiaria Florida Bebidas S.A. a un precio de €968,00 en la semana del 23 al 27 de enero del 2018, para distribuirla entre sus ejecutivos como parte del plan de incentivos patrimoniales.

El 15 de febrero de 2018, se informa de la Resolución tomada por la SUGEVAL el 12 de febrero de 2018 para desinscribir de oficio el Programa de Emisión de Bonos Estandarizados D-2012 en dólares el cual tenía un monto autorizado de \$100.000.000,00.

El 19 de febrero de 2018, se informa sobre la compra de 100.000 acciones a través de la subsidiaria Florida Bebidas S.A. a un precio de €962,95 en la semana del 12 al 16 de febrero del 2018, para distribuirla entre sus ejecutivos como parte del plan de incentivos patrimoniales.

El 20 de febrero de 2018, se informa como parte de su política de pago de dividendos, el pago de dividendos por un monto de €6,25 por acción.

El 26 de febrero de 2018, se informa sobre la compra de 155.150 acciones a través de la subsidiaria Florida Bebidas S.A. de la siguiente forma: 100.000 acciones a un precio de €958,00 cada una y 55.150 acciones a un precio €959,00 cada una, en la semana del 19 al 23 de febrero del 2018, para distribuirla entre sus ejecutivos como parte del plan de incentivos patrimoniales.

El 05 de marzo de 2018, se informa sobre la compra de 59.640 acciones de FIFCO a través de la subsidiaria Florida Servicios Corporativos S.A. a un precio de €953,90 en la semana del 26 de febrero al 02 de marzo del 2018, para distribuirla entre sus ejecutivos como parte del plan de incentivos patrimoniales.

El 08 de marzo de 2018, se notifica sobre la disminución del capital social de FIFCO en €652.822.400, quedando en €93.081.221,00 y 930.812.210 acciones.

El 24 de abril de 2018, se comunica la renuncia de la señora Edna Camacho Mejía y el señor André Garnier Kruse a la Junta Directiva.

El 15 de mayo de 2018, se informa como parte de su política de pago de dividendos, el pago de dividendos por un monto de €6,50 por acción.

El 15 de mayo de 2018, se comunica el nombramiento de los señores Philippe Garnier Diez y Shannon Music Gamboa en la Junta Directiva.

El 05 de julio de 2018, se comunica el acuerdo tomado por la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, la cual aprobó por unanimidad, un nuevo programa formal de recompra de acciones de la compañía a través de la Bolsa Nacional de Valores, por un monto de \$10.000.000,00 en un plazo de 36 meses, a partir de la fecha de cierre del programa aprobado en octubre del 2017. Además, la aprobación de un mecanismo de recompra de acciones de la Compañía mediante subasta inversa a través de la BNV, por un monto máximo de US\$20.000.000,00, el plazo máximo de ejecución de 36 meses.

Florida Ice and Farm Company S.A. comunica que, de acuerdo con el Programa formal de recompra de acciones vigente a julio de 2018, se procedió con el siguiente detalle de compras mediante Inversiones SAMA S.A.:

Fecha HR	Fecha compra	Compra	Precio	Saldo Pendiente
5/2/2018	29/1/2018 - 2/2/2018	45.328 acciones	€966,98 c/u	\$ 4.080.395,15
		354.330 acciones	€966,99 c/u	
		277.165 acciones	€967,00 c/u	
12/2/2018	5/2/2018 - 9/2/2018	100.000 acciones	€965,70 c/u	\$ 3.576.647,06
		100.000 acciones	€965,87 c/u	
		100.000 acciones	€967,00 c/u	
5/3/2018	26/2/2018 - 2/3/2018	30.145 acciones	€953,90 c/u	\$ 3.526.447,49
23/4/2018	16/4/2018 - 20/4/2018	209.277 acciones	€945,00 c/u	\$ 3.177.769,65
30/4/2018	23/4/2018 - 27/4/2018	200.000 acciones	€940,00 c/u	\$ 2.846.372,33
7/5/2018	30/4/2018 - 4/5/2018	100.000 acciones	€936,00 c/u	\$ 2.517.889,61
		100.000 acciones	€932,00 c/u	
14/5/2018	7/5/2018 - 11/5/2018	100.000 acciones	€930,44 c/u	\$ 2.189.070,73
		100.000 acciones	€931,99 c/u	
		100.000 acciones	€908,95 c/u	
21/5/2018	14/5/2018 - 18/5/2018	100.000 acciones	€917,00 c/u	\$ 1.705.275,71
		100.000 acciones	€924,00 c/u	
		100.000 acciones	€890,00 c/u	
28/5/2018	21/5/2018 - 25/5/2018	100.000 acciones	€890,00 c/u	\$ 1.548.394,99
4/6/2018	28/5/2018 - 1/6/2018	220.673 acciones	€885,00 c/u	\$ 1.205.270,96
11/6/2018	4/6/2018 - 8/6/2018	7.600 acciones	€870,00 c/u	\$ 1.193.679,91
18/6/2018	11/6/2018 - 15/6/2018	100.000 acciones	€874,99 c/u	\$ 886.903,62
		100.000 acciones	€875,00 c/u	
9/7/2018	2/7/2018 - 6/7/2018	5.440 acciones	€890,00 c/u	\$ 878.413,91
16/7/2018	9/7/2018 - 13/7/2018	400.000 acciones	€890,00 c/u	\$ 254.382,52
23/7/2018	16/7/2018 - 20/7/2018	100.000 acciones	€890,00 c/u	\$ 98.176,40

### 4. PERFIL DEL EMISOR

Es una empresa pública costarricense fundada en 1908, dedicada a producir y distribuir bebidas y alimentos en Centroamérica, el Caribe y Estados Unidos, principalmente; además, se encuentra inmersa en negocios inmobiliarios en la provincia de Guanacaste, Costa Rica, e inversiones varias.

Asimismo, la Empresa diversificó su negocio con la elaboración y distribución de productos alimenticios, a través de su subsidiaria Cervecería Costa Rica S.A., figura bajo la cual mantiene las sociedades anónimas Florida Bebidas y Alimentos S.A., Grupo Musi S.A., y Cervecería Costa Rica American Holding, Inc.; dentro de esta última se

encuentra North American Breweries Holdings, LLC y sus subsidiarias (NAB).

La sede central se localiza en Costa Rica y cuenta con operaciones en Guatemala, El Salvador y Estados Unidos. Conjuntamente, FIFCO dispone de 9 plantas de producción y 15 centros de distribución, además de una cadena de valor compuesta por 6275 proveedores tanto locales como internacionales. De igual manera, se ejecuta la exportación de productos a 18 países alrededor del mundo.

La Empresa presenta participación accionaria en varias compañías nacionales y del exterior (asociadas), sobre las cuales no ejerce control y simultáneamente le proveen parte de sus insumos. Adicionalmente, mantiene participación accionaria en empresas domiciliadas en Nicaragua y Panamá, entidades que se dedican principalmente a la elaboración y comercialización de cerveza y otras bebidas.

Por su parte, como casa matriz opera a través de las siguientes subsidiarias:

1. Cervecería de Costa Rica S.A. y Subsidiarias (tenedora de acciones de Cervecería Costa Rica American Holding, Florida Bebidas y Alimentos S.A. y Grupo Musi, S.A.).
  - a. Florida Bebidas y Alimentos y Subsidiarias: propietarias y operadoras de plantas de producción en Costa Rica y Guatemala de cerveza, bebidas alcohólicas saborizadas, agua, refrescos, productos lácteos, bebidas carbonatadas y alimentos procesados. Asimismo, las subsidiarias en Costa Rica, Guatemala y El Salvador comercializan sus productos, importan y distribuyen otras marcas de bebidas y licores. Cabe señalar que Florida Bebidas cuenta con las Industrias Alimenticias Kern's, propiedad que impulsa su consolidación y posicionamiento en el mercado de bebidas y alimentos; simultáneamente, posee dentro de su dominio la Embotelladora Centroamericana, empresa productora de las bebidas de PepsiCo. en Costa Rica.
  - b. CCR American Holding Inc.: propietarias y operadoras de plantas de producción de cerveza y bebidas alcohólicas saborizadas en los Estados Unidos de Norteamérica. De igual forma, importa y distribuye otras marcas de cerveza.

- c. Grupo Musi: propietarias y operadoras de una planta de panificación industrial. De esta forma, comercializa productos diversos referentes a la panadería, así como artículos de conveniencia a través de puntos de venta propios y bajo franquicias dentro de Costa Rica. Sobre este tema, resulta importante acotar que la creación del concepto de Musi, se establece como una estrategia exitosa, posicionando a Grupo Musi como la cadena de tiendas y panaderías con mayor presencia en el mercado costarricense. Adicionalmente manejan las marcas Vinum y Tienda La Birra.

2. Florida Inmobiliaria, S.A. y Subsidiarias: tenedora de acciones de sociedades dedicadas a brindar servicios de hotelería y afines, así como el desarrollo turístico e inmobiliario. Sus principales proyectos inmobiliarios se centran especialmente sobre la Reserva Conchal y North Península Holdings.
3. Florida Capitales S.A. y subsidiarias: Tenedora de acciones de sociedades dedicadas a la administración de inversiones en acciones de compañías asociadas. FIFCO tiene participación como accionista en:
  - o Cervecería Panamá S.A. (25%)
  - o Comegua, empresa dedicada a la fabricación de envases de vidrio (25%)
  - o Inversiones Cerveceras Centroamericanas (INCECA), Nicaragua (49%)
4. Heineken International, B.V. cuenta con un 25% de la participación accionaria de Cervecería de Costa Rica, S.A.

En detalle de la actividad inmobiliaria de FIFCO, a inicios del 2012 la Empresa prescindió de su participación minoritaria en el proyecto "Península Papagayo", tras un acuerdo de separación de activos, recibiendo a manera de cambio un terreno concesionado no desarrollado de 311 hectáreas en Península Norte, más dos unidades residenciales ubicadas en Península Sur. En dicho terreno, FIFCO, a través de su subsidiaria North Península Holdings, S.A., actuará como desarrollador maestro de un proyecto que comprende la construcción de 7 hoteles con 855 habitaciones, 12 zonas residenciales (condominios verticales de máximo 3 pisos y casas de habitación) con 811 unidades, club de playa y cancha de golf. Sobre este tema, la Compañía actualmente informó que el avance del Hotel W se encuentra de acuerdo

con el plan de construcción y presupuesto, por lo que se esperan realizar la apertura en noviembre 2018.

Por su parte, en el año 2012 se ejecutó una alianza con Diageo de Costa Rica, con lo que FIFCO asumió la administración y comercialización del portafolio de Diageo. De este modo, incursionan en una nueva división de negocios: Florida Vinos y Destilados.

En ese mismo año, FIFCO, a través de su subsidiaria Florida Bebidas, S.A., y la Cooperativa Agropecuaria Regional de Productores de Leche (Coopeleche, R.L.), establecieron una alianza estratégica con el fin de fortalecer la producción y distribución de la leche y sus derivados. Dicha coalición expresa que la subsidiaria Productora La Florida, S.A. se encarga de la planta productiva junto con la cooperativa y sus 130 asociados, mientras que la comercialización de los productos es asumida por la subsidiaria Distribuidora La Florida, S.A. Esta incursión se dio en medio del lanzamiento de una nueva línea de productos lácteos bajo la marca "Mú!".

Asociado con lo anterior, es relevante indicar que en julio 2016, Florida Bebidas, la corporación mexicana Grupo LALA y Coopeleche establecen una alianza estratégica tripartita, donde Grupo LALA adquiere la Planta de Lácteos de Florida Bebidas ubicada en San Ramón de Alajuela, planta en la que producirá su propia línea de productos, además de la línea "Mú!". Por su parte, Florida Bebidas mantendrá la comercialización y distribución de productos marca Mú! en el territorio nacional y adicionalmente, distribuirá los productos LALA.

Por otro lado, uno de los hechos de mayor relevancia para FIFCO se suscitó a finales del 2012, donde por medio de su subsidiaria Cervecería de Costa Rica, S.A., se efectuó la compra del 100% de North American Breweries Holdings, LLC y sus subsidiarias (NAB), por un monto aproximado de US\$388,4 millones.

North American Breweries Holdings, LLC y sus subsidiarias (NAB) corresponde a una empresa estadounidense domiciliada en el estado de Delaware, cuya planta principal de producción se localiza en las ciudades de Rochester y Buffalo en el estado de Nueva York. Además, cuenta con otras tres cervecerías ubicadas en los estados de Oregon, Washington y Vermont. A su vez, maneja una red de distribución basada en relaciones de largo plazo con distribuidores mayoristas claves; de igual forma, posee paralelamente cuatro puntos de venta al detalle directo al consumidor.

En setiembre 2015, con el objetivo de lograr una mayor eficiencia en la cadena de producción, se ejecuta el cierre de la planta de producción y el restaurante en Berkeley, California. De manera consecuente, se procedió a reubicar ciertos activos productivos en la planta de Portland, Oregon.

NAB es propietaria de las marcas de cerveza artesanales "Magic Hat" y "Pyramid", la marca de cerveza doméstica "Genesee" y tiene derechos indefinidos y de exclusividad sobre la marca de cerveza "Labatt" en los Estados Unidos; las anteriores por mencionar ciertas marcas de cervezas en su dominio. Además, obtuvo derechos perpetuos y exclusivos sobre la marca de bebidas alcohólicas de malta saborizadas "Seagrams" para Estados Unidos y el Caribe. De forma simultánea, NAB es el importador autorizado para Estados Unidos de la marca de cerveza de Cervecería de Costa Rica, "Imperial". La empresa norteamericana posee más de 1.200 empleados, y es administrada por un equipo ejecutivo con amplia experiencia en la industria.

En la actualidad, FIFCO cuenta con más de 1.500 productos, diversificando su portafolio durante los últimos años. Asimismo, la Empresa está compuesta por 6.441 colaboradores y 2.246 accionistas, de los cuales ninguno posee más del 10% de las acciones totales de la compañía.

Motivado por el creciente movimiento de cerveza artesanal en Costa Rica, en el 2014 Florida Ice & Farm invirtió en la creación de Micro Brewing Company, la cual se conceptualiza como una micro cervecería artesanal que opera de forma independiente a Cervecería Costa Rica, tanto en sus procesos y estrategias de producción, como en su comercialización.

En el 2008, FIFCO toma la decisión de convertirse en una empresa de Triple Utilidad, buscando medir mes a mes los resultados o utilidad generada, no sólo en términos económicos, sino sociales y ambientales. Una parte fundamental de esta estrategia radica en la medición del desempeño de los colaboradores a través del Balanced Scorecard de Triple Utilidad, el cual incluye una serie de indicadores relativos a las tres áreas mencionadas: económicas, sociales y ambientales. Simultáneamente, la estrategia de Triple Utilidad determina objetivos estratégicos, los cuales a su vez desencadenan en una serie de iniciativas y proyectos para la conquista de las metas corporativas. De esta forma, la sostenibilidad se convierte en el eje transversal de la empresa, motor de la innovación y de la superación constante.

Florida realizó un ciclo de planificación estratégica no financiera, mediante el cual la compañía consigue un replanteamiento estratégico a partir de un pilar como lo es la innovación, por lo que, determinó que el liderazgo de la empresa será impulsado por la innovación, la excelencia operativa, la excelencia comercial, el desarrollo de categorías y una cultura emprendedora.

En línea con lo mencionado, a través de un equipo multidisciplinario de colaboradores, respaldado por la asistencia de una empresa consultora especializada (Nowhere), definieron el propósito: “Compartimos con el mundo, una mejor forma de vivir”.

Entrelazado con este propósito, se redefinieron los valores corporativos, los cuales son: celebración, imaginación, sostenibilidad y pasión por ganar.

Desde una perspectiva general, para el período bajo estudio, la Empresa mantiene su posición sólida en términos de rentabilidad, acompañado de avances en la dimensión ambiental y social, enfatizando en el desarrollo de los colaboradores de la entidad, del modelo de liderazgo y los diferentes procesos de innovación.

Aunado a lo anterior, a nivel estratégico, se diseñó un set de planes para un período de cuatro años (2016-2020), esto a través del programa denominado “FIFCO 2020”, mismo que define objetivos muy ambiciosos en términos de la Triple Utilidad, además de funcionar como una guía de acción para los próximos años venideros. Precisamente, esta estrategia determina avances significativos en materia social y ambiental, buscando así encauzar a la Empresa sobre nuevos procesos de alto poder generador de valor ambiental y social positivo. El desarrollo de este conjunto de estrategias fue ejecutado según el norte estratégico de FIFCO llamado “Estrella del Norte”, el cual fue ideado por un grupo de líderes de la Entidad en aras de proyectar concretamente un panorama lúcido sobre el enfoque de la empresa.

Sobre este tema, el 9 de setiembre del 2016 FIFCO incorporó formalmente dentro de sus estrategias los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), marco adoptado a partir del concepto emitido por la Organización de Naciones Unidas (ONU), mismo que se refiere a la efectiva priorización y definición de aspiraciones mundiales en torno a posiciones sociales, económicas, ambientales, políticas y éticas.

## 4.1. SEGUIMIENTO A LA DIVERSIFICACIÓN DEL NEGOCIO.

Durante los últimos años, FIFCO ha incursionado en diferentes productos y áreas de negocio, buscando principalmente diversificar las fuentes de ingreso de la compañía. A continuación, se presenta un resumen de los principales resultados para cada segmento al primer semestre del 2017 - 2018.

En términos financieros, FIFCO alcanzó un total de ventas de €270.714 millones por concepto de bebidas, seguido de €37.411 millones por alimentos, €17.939 millones en ventas de procedencia inmobiliaria, y €1.642 millones en otras ventas.

A continuación, se resumen los segmentos de la dimensión económica:

### Segmento de Bebidas:

- **Cervezas Costa Rica:**
  - En este primer semestre se registró una disminución en el volumen de bebidas de forma anual.
  - El volumen de ventas de cervezas se mantuvo estable a pesar de la Semana Santa.
  - Crecimiento en la participación de mercado.
  - Las marcas Pilsen y Heineken aumentaron el volumen por una mayor conexión con el consumidor y dinamismo en el sector urbano.
- **Cerveza Estados Unidos:**
  - En el caso de Estados Unidos, se registró una disminución en el volumen de cervezas.
  - Reto en el negocio cervecero por la caída general de la industria.
  - Ambiente competitivo en el segmento artesanal.
- **Bebidas Alcohólicas Saborizadas:**
  - Crecimiento de doble dígito en las bebidas alcohólicas saborizadas con Seagram’s Escapes en Estados Unidos.
  - En el caso de Smirnoff Ice se han visto afectados por el contrabando en Costa Rica.
  - Inició de exportaciones a Centroamérica de Bamboo y Bliss.

- **Refrescos y Bebidas Carbonatadas:**
- El volumen de ventas en refrescos disminuyó respecto al año anterior, por la alta competencia en las bebidas carbonatadas y jugos en Costa Rica.
- Mejora en la participación de mercado a pesar de las contracciones en algunas categorías.
- Ganador del premio Embotellador del Año de Pepsico Latinoamérica por segundo año consecutivo.
- Producción de productos con enfoque en la salud por medio de lanzamiento de bebidas con bajo contenido calórico: Pepsi Black, Tropical Cero, Néctares Light.
- Lanzamiento de la bebida deportiva G Active
- **Vinos y Destilados:**
- El negocio de vinos y destilados continúa viéndose afectado por el contrabando en Costa Rica.
- Los supermercados realizan importaciones directas.
- **Cervezas Panamá y Nicaragua**
- Pérdida de participación de mercado de Cervecería Panamá debido a un entorno más competitivo.
- INCECA continúa en crecimiento de volumen y rentabilidad, siendo cautos con la situación sociopolítica.

#### Segmento de Alimentos:

- **Industrias Kern's:**
- Crecimiento en el volumen de frijoles principalmente en Costa Rica y Estados Unidos.
- Menores precios en categoría de frijoles y ketchup por ambiente competitivo.
- Aumento en participación de mercado de frijoles en Centroamérica.
- **Florida Retail:**
- Conclusión exitosa del cambio de imagen de las tiendas de conveniencia Musi.
- Mayores gastos por apertura de nuevas tiendas Musi.
- Estandarización de formatos en franquiciados impulsando mayor volumen de panificación.
- Mayores gastos de publicidad para comunicar nueva imagen de Musmanni.

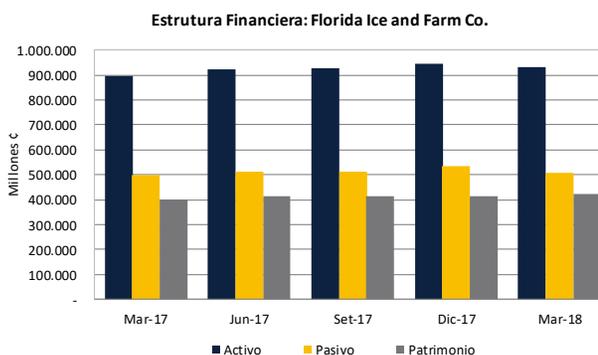
- **L'Artisan:**
- Inauguración de nuevo formato de cafetería premiun L'Artisan.

#### Segmento de Hospitalidad:

- Mayor desempeño del Hotel Westin con ocupación y tarifa promedio más alta.
- Eficiencia en operación del Hotel Westin.
- **Hotel W:**
- Avance de acuerdo con el plan de construcción y presupuesto del Hotel W Costa Rica – Reserva Conchal. Apertura noviembre 2018.
- **Otros:**
- Apertura Bar Imperial en Aeropuerto Liberia.
- Apertura de primer local de Gastro Pub RePUBLICa.

## 5. ESTRUCTURA FINANCIERA

En términos generales, la estructura financiera de la Compañía refleja un incremento en el volumen de esta, mostrando una posición sólida y rentable a través del tiempo, tal y como lo refleja el siguiente gráfico:

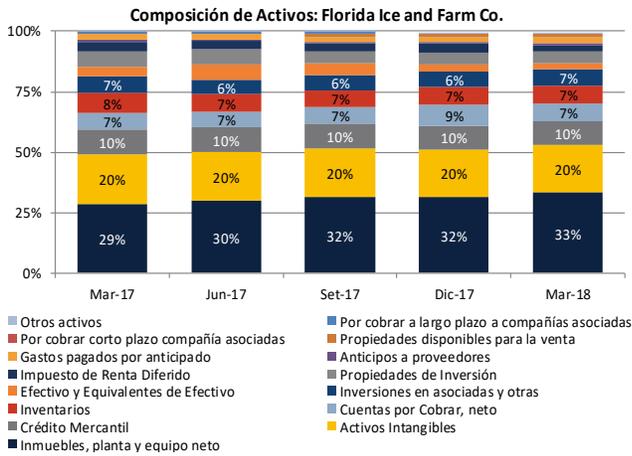


A marzo del 2018, los activos totales de FIFCO ascienden a ¢931.118 millones, mostrando un incremento interanual de 4%, y semestral de 1%. Este incremento esta dado por el comportamiento creciente mostrado por la cuenta de inmuebles, planta y equipo.

Los activos, a marzo 2018, se clasifican un 22% a activos circulantes, mientras que el restante 78% son activos de largo plazo.

Con respecto a la composición de los activos éstos se distribuyen un 33% por inmuebles, planta y equipo, seguido

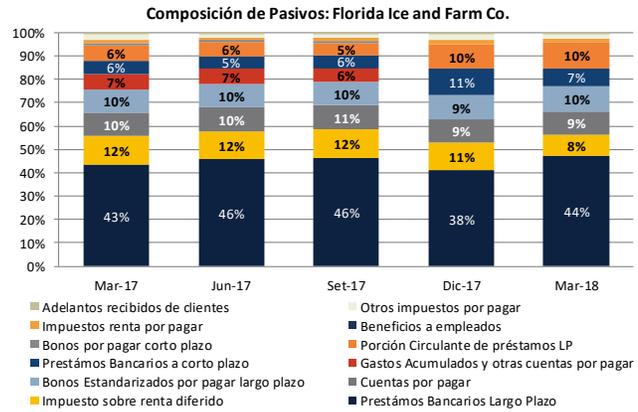
de un 20% por activos intangibles y 10% crédito mercantil, siendo éstas las cuentas más representativas. Cabe mencionar que, durante el último año, esta composición se ha mantenido relativamente estable.



Por otra parte, los pasivos de FIFCO se contabilizan en \$508.560 millones a marzo 2018, mostrando un aumento interanual de 2%, no obstante, disminuye 1% de forma semestral. La variación anual responde principalmente al aumento de préstamos bancarios, mientras que la disminución semestral es producto de una reducción en el impuesto en la renta diferido.

A marzo del 2018, el 62% del total de pasivos se categorizan a largo plazo y el restante 38% se clasifican como circulantes, proporciones que minimizan la exigibilidad de la deuda para la Empresa. Cabe señalar que de forma interanual el pasivo a corto plazo aumenta un 14%; mientras que, el pasivo no circulante se reduce un 4% de forma anual.

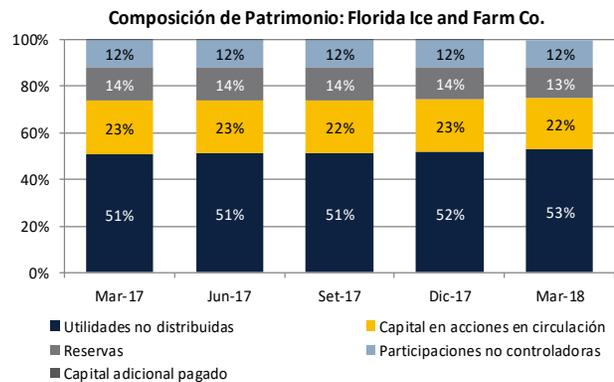
El pasivo se compone un 44% por los préstamos bancarios a largo plazo, seguido por la porción circulante de préstamos bancarios a largo plazo y la de bonos estandarizados por pagar a largo plazo con un 10% cada uno, así como, un 9% de cuentas por pagar, siendo estos rubros los de mayor relevancia.



Por su parte, al periodo en análisis, el patrimonio de FIFCO registra un monto de \$422.558 millones, presentando incrementos del 5% respecto a marzo 2017, y de 2% en relación con setiembre 2017. Este incremento responde principalmente al crecimiento de las utilidades no distribuidas, cuenta que a su vez se posiciona como la de mayor importancia relativa dentro del patrimonio.

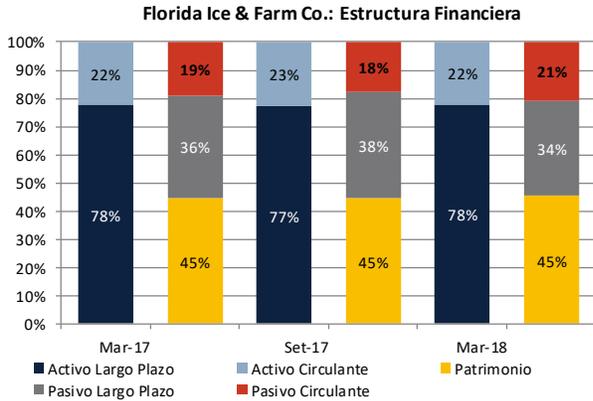
La composición del patrimonio se mantiene estable durante el último año, donde la cuenta de utilidades no distribuidas muestra una representatividad del 53% sobre el patrimonio, seguida del capital en acciones en circulación con 22%, las reservas con 13% y las participaciones no controladoras son un 12%.

En lo relacionado con las acciones, al 31 de marzo del 2018, y de acuerdo con la cotización de la Bolsa Nacional de Valores S.A., el valor de mercado de las acciones comunes de FIFCO era de \$954,00, sobre una base de 930.812.210 acciones comunes y la utilidad básica es \$34,67 por acción.



En términos de eficiencia de la estructura financiera, un 45% de los activos se encuentra financiado por el patrimonio de la empresa, un 34% por pasivo largo plazo y un 21% por medio de pasivo circulante.

La estructura que muestra la Empresa denota solidez financiera, equilibrio entre liquidez y exigibilidad, así como bajo riesgo, esto debido a que una porción importante del activo a largo plazo se financia con el patrimonio, asegurándose así que la parte menos líquida de los activos se financie a través de fuentes técnicas no jurídicas. Además, el activo circulante se financia en una porción por pasivo circulante y en otra por pasivo a largo plazo, aspecto favorable en temas de exigibilidad.

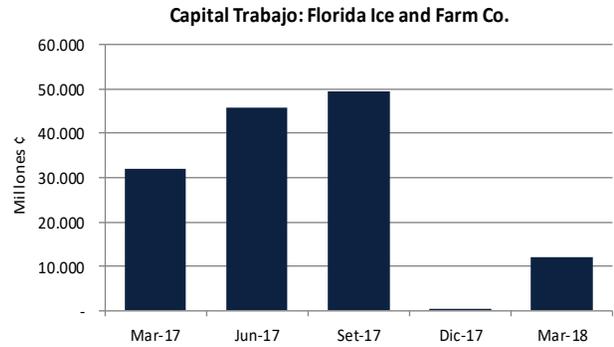


## 6. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

### 6.1. COBERTURA A CORTO PLAZO

A marzo del 2018, el monto de capital de trabajo de FIFCO se redujo de forma drástica un 62% anual, y 76% semestral. Estas reducciones surgen como consecuencia del incremento mostrado por los pasivos a corto plazo, este incremento la Administración indica que se debe al uso de líneas de crédito revolutivas utilizadas para financiar capital de trabajo.

El capital de trabajo cubre 0,18 veces el inventario de FIFCO, decreciendo levemente respecto a marzo 2017 (0,45 veces). Esto indica que el 18% de los inventarios se encuentra financiado a largo plazo.



Aunado a lo anterior, la razón circulante disminuye respecto al año anterior (1,19 veces), continuando con un índice que proporciona una protección y garantía razonable a los acreedores de corto plazo, ya que, el activo circulante de la Empresa cubre en 1,06 veces al pasivo a corto plazo.

Asimismo, el índice de la prueba ácida muestra una cobertura de 0,71 veces, lo que expresa que los activos de mayor grado de liquidez cubren una mayor parte de los pasivos de corto plazo. Con respecto al mismo período del año anterior, esta razón se reduce levemente.

En términos generales, a marzo 2018, FIFCO mantiene índices de cobertura a corto plazo estables, lo que revela una apropiada capacidad de los activos circulantes para cubrir las deudas y compromisos de pronto vencimiento.

Indicadores de cobertura: Florida Ice and Farm Co.					
	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Razón circulante	1,19	1,28	1,31	1,00	1,06
Prueba ácida	0,77	0,88	0,90	0,69	0,71
Proporción Capital trabajo	15,84%	21,75%	23,38%	0,15%	5,88%
Cobertura Capital trabajo	0,45	0,70	0,76	0,01	0,18

### 6.2. ENDEUDAMIENTO

La trascendencia de las razones de endeudamiento yace en que funcionan como instrumentos de medición sobre la solidez financiera de la empresa, detallan sus compromisos y muestran la habilidad de la gerencia para canalizar los recursos hacia la generación de resultados.

Precisamente, la razón de deuda a corto plazo de FIFCO expresa un índice promedio de 20% para el año finalizado en marzo 2018, manifestando así una baja exigibilidad para los pasivos de la Entidad.

Asimismo, la razón de deuda (RD), entendida como la representatividad del pasivo total sobre el activo total, registra una ligera disminución de forma interanual (55,3%),

siendo que el 54,6% del activo total es financiado a través de pasivos.

Esta razón de deuda se encuentra estrechamente relacionada con el indicador de incidencia del apalancamiento (IAP), el cual expresa la relación entre la inversión total en activos y el financiamiento del patrimonio, cuya diferencia es cubierta por pasivos. A la fecha de corte del análisis, este índice se reduce de manera anual (2,24 veces) y se ubica en 2,20 veces.

Asociado con lo anterior, la importancia del apalancamiento radica en la capacidad de impactar positivamente la rentabilidad de la empresa. Así, para el caso específico de FIFCO, a través de los últimos períodos analizados se ha conservado la tendencia de presentar un rendimiento sobre los activos (ROA) mayor al interés promedio sobre pasivos (TIP), generando consecuentemente que el efecto del apalancamiento se mantenga favorable o positivo.

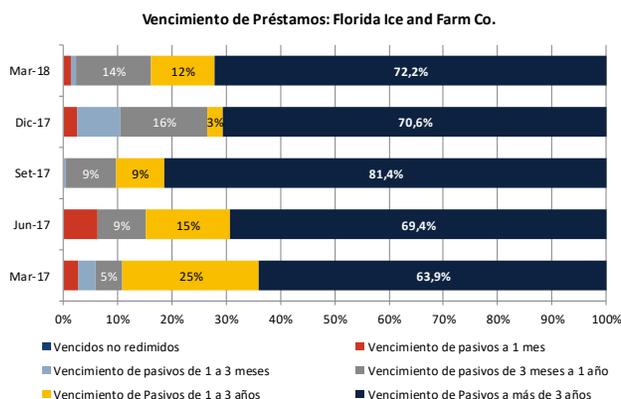
El indicador de endeudamiento (E), índice que mide la proporción del financiamiento proveniente de deuda en relación con el aporte de los accionistas, disminuye favorablemente de forma interanual. Por su parte, el indicador de endeudamiento según la metodología de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), el cual excluye las utilidades retenidas disponibles del patrimonio, se sitúa en 2,57 veces, aumentando respecto a marzo 2017. Simultáneamente, este indicador se posiciona por debajo del límite máximo establecido por la SUGEVAL (4 veces), lo cual le otorga una notable holgura para futuras emisiones como alternativa de financiamiento.

Indicadores de endeudamiento:					
Florida Ice and Farm Co.	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Apalancamiento	2,24	2,25	2,24	2,30	2,20
Razón de deuda	55,29%	55,47%	55,30%	56,53%	54,62%
Endeudamiento	1,24	1,25	1,24	1,30	1,20
Endeudamiento SUGEVAL	2,50	2,56	2,54	2,69	2,57
Cobertura de intereses	4,09	4,33	4,89	4,13	3,85
Interés promedio sobre pasivos	4,74%	4,92%	4,86%	5,12%	5,25%
Interés promedio sobre pasivo c/costo	6,89%	7,34%	7,27%	7,54%	7,57%

A marzo del 2018, el nivel de cobertura de intereses registra una reducción anual, esto debido al incremento registrado en los gastos financieros, sin embargo, este índice se coloca por encima de la unidad, mostrando una suficiente holgura en su grado de cobertura.

Por su lado, con respecto a la estructura de los préstamos bancarios a marzo 2018, se registra el 72% de los préstamos a más de tres años, lo cual refleja la baja exigibilidad de los pasivos; asimismo, es válido mencionar que la porción de

préstamos de 3 meses a 1 año son un 14% y de 1 a 3 años constituye un 12%.



FIFCO dispone de dos programas inscritos de emisiones estandarizadas, los cuales forman parte de los pasivos exigibles. Uno de estos programas se denomina el Programa C-2011 por un monto de €50.000 millones, donde registra una colocación del 100% mediante las series C2, C3 y C4; por último, el Programa E-2013 establecido por un monto autorizado de €50.000 millones, del cual sólo se ha colocado la serie E1 por €5.250 millones, representando un 11% de lo autorizado.

De considerarse únicamente las series colocadas y sin vencer a marzo 2018, el siguiente cuadro resume las coberturas que brindan los activos líquidos y el patrimonio al monto total autorizado de las emisiones y el colocado de las series (colonizados), esto al cierre del período bajo estudio.

	Monto en millones de colones	Cobertura Monto Autorizado	Cobertura Monto Colocado
Activo Circulante	212.094	1,31	4,08
Patrimonio	414.037	2,69	8,41

En cuanto a los vencimientos de las emisiones colocadas, a marzo 2018, el 70% se encuentra colocado a más de 3 años y de 1 a 3 años el restante 30%.

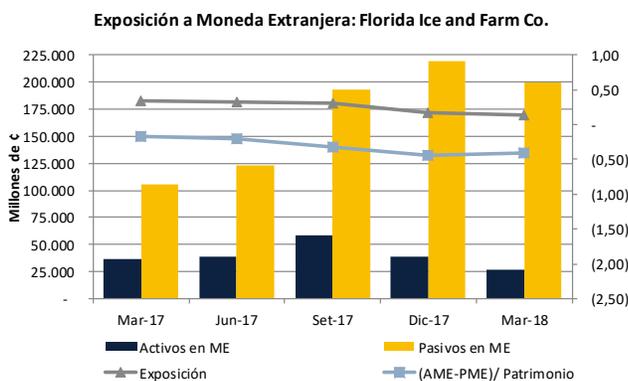
En términos generales, durante el último año terminado en marzo 2018, FIFCO ha mantenido un apalancamiento estable, además, continúa presentando una estructura de financiamiento que respalda a los acreedores y refleja un buen nivel de solidez financiera; asimismo, la adecuada canalización de los recursos se ha traducido favorablemente sobre la rentabilidad de la Empresa.

### 6.3. EXPOSICIÓN CAMBIARIA

El balance conlleva una exposición cambiaria producto del flujo transaccional entre activos y pasivos denominados en moneda extranjera, donde el activo en moneda extranjera representa, en marzo 2018, un 3% del activo total, por su parte, el pasivo en moneda extranjera constituye un 39% del pasivo total.

En línea con lo mencionado, el activo en moneda extranjera se reduce interanualmente un 26%; mientras que, el pasivo en moneda extranjera se incrementa un 89% respecto a marzo 2017, generando una brecha entre tales posiciones activas y pasivas de US\$172,53 millones a favor de los pasivos, aumentando un 148% interanualmente.

El aumento de los pasivos en moneda extranjera se debe al uso de estos recursos en moneda extranjera para financiar las actividades de construcción del nuevo complejo hotelero.



Asimismo, a marzo del 2018, el índice de exposición cambiaria evidencia una baja cobertura, ya que los activos en moneda extranjera cubren en 0,41 veces los pasivos en esa misma denominación. Durante el último año finalizado en marzo 2018, este indicador de exposición ha rondado en promedio las 0,31 veces. Ante este escenario, en donde la exposición no logra alcanzar la unidad, se considera un riesgo cambiario alto, especialmente por la concentración mayoritaria de sus pasivos en moneda extranjera, condición que produce un importante nivel de exposición ante eventuales fluctuaciones en el tipo de cambio, lo que podría ocasionar pérdidas cambiarias que afectarían las utilidades.

## 7. ANÁLISIS DE GESTIÓN

La función central de los indicadores de gestión radica en evaluar el grado de efectividad y eficiencia con que se

emplean los activos de la empresa en alcanzar los diferentes objetivos organizacionales.

### 7.1. ACTIVIDAD

Los indicadores de actividad se encuentran estrechamente ligados con la cantidad de ingresos totales originados por la operativa de la empresa, debido a que cuantifican el grado de efectividad alcanzado por todos los activos de largo plazo, los corrientes, los totales y los activos fijos, en su cometido de generar ventas.

Sobre este tema, las ventas netas mostraron un crecimiento anual de 1% con respecto al mismo periodo del 2017, aspecto determinado principalmente por el comportamiento mostrado por los segmentos de Alimentos, el cual se incrementó un 5% de forma anual.

La Administración indica que la desaceleración mostrada en las ventas en los últimos periodos se encuentra ligada tanto a factores nacionales como internacionales. En el ámbito nacional mencionan problemas como el efecto del contrabando sobre el negocio de vinos y destilados y una disminución en el volumen de refrescos por las condiciones altamente competitivas de carbonatadas y jugos. Por su parte en el ámbito internacional, se da una disminución generalizada en la industria de cervezas en Estados Unidos y la alta competencia en el segmento de artesanales.

A marzo 2018, cabe mencionar que los indicadores de actividad muestran relativa estabilidad de forma interanual, destacando la continua posición hegemónica de las ventas sobre las diferentes clasificaciones de activos utilizadas para el cálculo de las rotaciones, esto a pesar del menor ritmo de crecimiento que han mostrado las ventas en los últimos periodos.

Indicadores de actividad: Florida Ice and Farm Co.					
	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Rotación del Activo Circulante	3,14	3,17	3,17	3,06	3,14
Rotación de Activo Largo Plazo	0,95	0,97	0,97	0,92	0,91
Rotación Activos Fijos	2,59	2,58	2,51	2,24	2,18
Rotación Activos Total	0,73	0,74	0,74	0,71	0,71

### 7.2. CUENTAS POR COBRAR

Las cuentas por cobrar netas ascienden a €69.525 millones a marzo 2018, lo cual representa un 7% de los activos totales. Esta partida registró un crecimiento interanual y semestral de 9%. Sobre este tema, es importante mencionar el efecto que poseen las ventas estacionales, donde generalmente se produce un importante incremento

en la demanda de productos y se otorgan créditos adicionales al mercado en aras de cubrir picos de ventas.

Al cierre del período bajo estudio, las cuentas por cobrar brutas se componen en un 91% por cuentas por cobrar comerciales, seguido de un 8% por otras cuentas por cobrar y la ligera proporción restante corresponde a cuentas por cobrar con partes relacionadas.

De la mano con lo anterior, el indicador de rotación de cuentas por cobrar presenta una disminución respecto al año anterior (11,33 veces), ubicándose en 9,81 veces en marzo 2018, lo que significa que la empresa convirtió menos veces las cuentas por cobrar en efectivo durante el año, consecuentemente el periodo medio de cobro (PMC) se incrementó, lo cual implica que FIFCO tarda mayor número de días en convertir en efectivo sus cuentas por cobrar.

Indicadores de cuentas por cobrar:					
Florida Ice and Farm Co.	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Rotación de CxC	11,33	11,51	11,32	9,02	9,81
Periodo medio cobro	31,78	31,27	31,79	39,91	36,68

### 7.3. CUENTAS POR PAGAR

Las cuentas por pagar constituyen un rubro de la estructura pasiva de FIFCO, mostrándose como una alternativa de financiamiento en el corto plazo y a través de proveedores.

A marzo del 2018, las cuentas por pagar se registran en \$47.288 millones, disminuyendo un 4% de forma anual y un 12% semestral. Esta cuenta representa un 9% de los pasivos totales. El 99% de las cuentas por pagar son compromisos que posee la compañía con sus proveedores.

FIFCO tarda en promedio 57,37 días en cancelar sus cuentas por pagar, indicador que se redujo aproximadamente en 2 días de forma interanual.

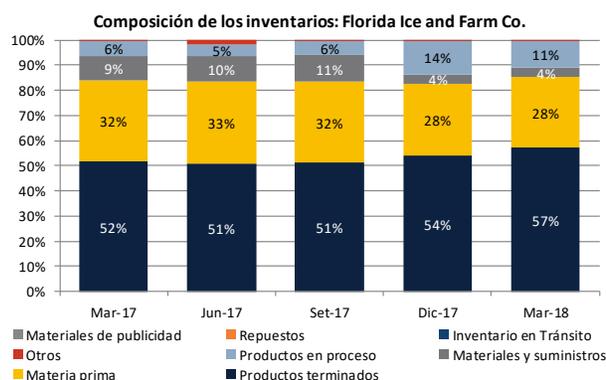
Por tanto, a marzo del 2018, el Período Medio de Cobro (PMC) es menor al Período Medio de Pago (PMP), lo cual sugiere que la Empresa tarda en promedio menos tiempo para transformar sus cuentas por cobrar en liquidez, de compararse con el período en que debe cancelar sus pagos a proveedores, lo cual se considera positivo en términos de liquidez para la Compañía.

Indicadores de cuentas por pagar: Florida Ice and Farm Co.					
	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Periodo medio de pago	59,30	57,68	59,31	59,85	57,37

### 7.4. INVENTARIOS

El manejo de inventarios corresponde a un pilar esencial dentro del análisis de gestión. Al periodo en análisis, FIFCO registra \$68.363 millones en inventario neto, disminuyendo un 4% de forma interanual, mientras que, semestralmente se incrementó un 5%. Las variaciones del inventario están relacionadas principalmente con el comportamiento de las materias primas y productos en proceso. Resulta válido señalar que los inventarios constituyen el 7% de los activos totales.

Específicamente, los inventarios se componen un 57% por productos terminados, seguido de materia prima con 28%, un 11% de productos en proceso, y en materiales y suministros un 4%. Con respecto a períodos anteriores, se dio un incremento en los productos en proceso, mientras que los materiales y suministros disminuyeron.



Sobre esta línea, la rotación de inventario presenta se mantiene estable de forma interanual, ya que a marzo 2018 FIFCO genera alrededor de \$4,76 en ventas al costo por cada colón de inventario. Esto ha generado que el período medio de inventario (PMI) sea similar a un año atrás, lo que implica que la Compañía tarde un tiempo similar en vender su inventario.

De conformidad con la siguiente tabla, los indicadores de inventario fluctúan entre los trimestres; no obstante, es posible apreciar una alta efectividad en el manejo de las existencias, así como una adecuada capacidad de la Empresa de transformar el inventario en ventas.

Indicadores de inventario: Florida Ice and Farm Co.					
	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Rotación de inventario	4,75	5,20	5,17	4,74	4,76
Periodo medio de inventario	75,80	69,18	69,58	76,00	75,69

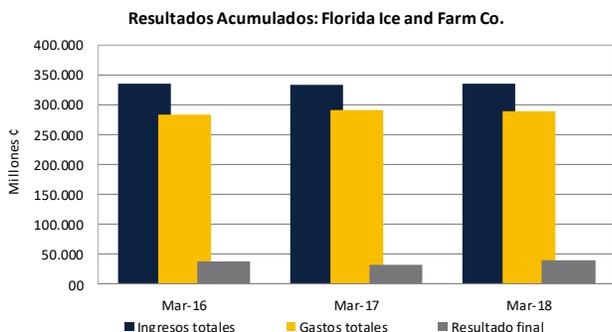
## 8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

### 8.1. ESTADO DE RESULTADOS

Resulta importante enfatizar que desde el momento en que FIFCO adquirió NAB (operación realizada en diciembre 2012), la estructura financiera de la Compañía presentó una transformación, lo cual obedece al tamaño y representatividad de NAB sobre FIFCO. Ante este panorama, cualquier movimiento financiero ejecutado dentro de NAB provocaría un impacto directo e integral sobre la Empresa.

Así, según comenta la Administración, NAB al estar inmersa en el negocio cervecero estadounidense, posee una estacionalidad muy marcada, por lo que presenta una disminución en sus ventas en los meses de diciembre a marzo, y registra la mayoría de sus ganancias de abril a setiembre, lo cual influye consecuentemente en la utilidad neta de FIFCO.

Al 31 de marzo del 2018, la Entidad contabiliza utilidades por un monto de ¢40.328 millones, mostrando un incremento anual de 25%, este incremento es producto de una disminución registrada en el impuesto sobre la renta diferido. Esta disminución en el impuesto de la renta diferido es producto de una reforma en la tasa federal en Estados Unidos.



Específicamente, los ingresos totales registran la cifra de ¢334.239 millones, a marzo 2018, los cuales no muestran una variación significativa respecto al mismo periodo del año anterior, dicho comportamiento surge como respuesta a la variación que mostraron los ingresos por ventas, los cuales variaron 1,4% forma anual. Esta partida constituye el 98% de los ingresos totales.

En torno a la composición de las ventas a marzo 2018, el segmento de bebidas se posiciona como el elemento

preeminente, esto al representar el 83% de los ingresos por ventas, seguido por el segmento de alimentos con 11%, el sector inmobiliario con 5% y un porcentaje clasificado como otros representa menos de un 1%.

Por su parte, los costos y gastos totales acumulan la suma de ¢289.839 millones a marzo 2018, de la misma forma que los ingresos totales, los gastos no mostraron una variación significativa.

En detalle de lo anterior, para el período bajo estudio, los costos y gastos totales se encuentran compuestos principalmente por el rubro costo de ventas, el cual constituye el 55%, seguido de los gastos de ventas y mercadeo con un aporte del 28%, los gastos generales y administrativos con 12% y los gastos financieros con un 5% de participación.

El panorama expuesto anteriormente evidencia que los ingresos por ventas netas y el costo de ventas continúan posicionándose como las partidas de mayor importancia relativa en el estado de resultados. De esta forma, y dada la naturaleza de la Compañía, estos rubros son considerados como elementos determinantes del dinamismo en el crecimiento de los ingresos y los gastos, por lo que resulta trascendental evaluar sus comportamientos pues poseen alta capacidad de impactar el resultado neto del período.

En lo correspondiente a la rotación del gasto administrativo, este indicador registra una leve disminución anual, debido a un mayor aumento de los activos totales versus el incremento que registraron los gastos administrativos.

Asimismo, la Empresa mantiene la capacidad de los gastos administrativos para generar utilidades, esto debido a que la cobertura de estos gastos sobre la utilidad operativa se encuentra por encima del 100%, siendo similar al presentado el año anterior.

Indicadores de gestión: Florida Ice and Farm Co.					
	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Rotación Gtos. Adm.	13,34	14,06	14,63	13,22	13,17
Util. Operac. / Gtos Adm.	145%	168%	194%	156%	146%

### 8.2. RENTABILIDAD

Para el cierre de marzo de 2018, el rendimiento operacional de FIFCO se incrementa de forma anual, aspecto determinado por el mayor crecimiento de la utilidad operativa respecto al incremento mostrado por los activos.

Por otra parte, el incremento de la utilidad operativa se vio beneficiado por la disminución del impuesto sobre la renta, lo cual resulta en un incremento en la ganancia del periodo, y por ende los indicadores de rendimiento sobre la inversión y sobre el patrimonio se han visto beneficiados, mostrando incrementos respecto a marzo 2017.

Indicadores de rentabilidad: Florida Ice and Farm Co.					
	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Rend operacional.	10,85%	11,92%	13,29%	11,83%	11,11%
Rend. s/inversión	7,25%	7,61%	7,64%	7,59%	8,68%
Rentabilidad s/patrimonio	16,43%	17,27%	17,30%	17,22%	19,28%
Ventas/Patrimonio	1,65	1,68	1,68	1,61	1,57
Efecto del Apalancamiento	6,10%	7,00%	8,42%	6,71%	5,86%

Adicionalmente, el efecto del apalancamiento expresa que el margen positivo existente entre el rendimiento operacional y la tasa de interés promedio sobre las deudas (TIP) genera que la magnitud actual del endeudamiento le sume valor a la rentabilidad sobre el patrimonio, ya que se mantiene positivo, indicando de esta forma que la variación positiva en el monto de los pasivos se ha efectuado en conjunto con la generación de utilidades.

En torno al indicador EBITDA, éste presenta un incremento anual del 5%, lo cual es reflejo del aumento que mostró la Empresa a nivel operativo, en donde los ingresos por ventas aumentaron un 1%, mientras que los gastos de operación (incluyendo el costo de venta) no mostró una variación significativa, lo cual demuestra que, la empresa mantiene la capacidad para generar beneficios considerando únicamente la actividad productiva.

Por su parte, a marzo del 2018, el margen bruto crece respecto al año anterior, debido al aumento de las ventas, mientras que, el costo de ventas se mantuvo prácticamente estable. Asimismo, el margen operativo mantuvo la misma tendencia que el margen bruto, dado que los gastos de operación no mostraron una variación significativa. Por su parte, el margen neto crece de forma anual, producto de la disminución que registró el impuesto sobre la renta, lo cual favoreció la utilidad del periodo. La Empresa mantiene la holgura de los márgenes, lo que se traduce en ganancias finales, propiciando una mejor rentabilidad del negocio.

En términos generales, los márgenes alcanzados durante los últimos periodos continúan mostrándose altos, lo cual refleja una posición positiva considerando el desarrollo que ha experimentado progresivamente la Empresa y los diferentes sectores a los que se dirige.

Indicadores de rentabilidad: Florida Ice and Farm Co.					
	Mar-17	Jun-17	Set-17	Dic-17	Mar-18
Margen Bruto	50,99%	50,05%	50,52%	52,47%	51,51%
Margen Operativo	14,86%	16,05%	17,87%	16,71%	15,74%
Margen Neto	9,93%	10,25%	10,27%	10,72%	12,31%

*Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades no Financieras utilizada por SCRiesgo, fue actualizada en el ente regulador en febrero de 2018. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en mayo de 1997. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.*

*“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”*