

Alimentos Bebidas &  
Tabaco  
Venezuela  
Análisis de Crédito

## Compañía Operativa de Alimentos COR, C.A. (CORCA)

### Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	AA-(ven)
Nacional de Corto Plazo	F1(ven)
Emisión PC-2009	A2

### Información Financiera

#### Compañía Operativa de Alimentos COR, C.A.

(M VEF)	31/12/09	31/12/08
Ventas Netas	975.980	1.062.382
EBITDA	23.510	63.640
FGO	(13.448)	21.713
Deuda Total	40.000	-
EBITDA/Gastos Fin.	21,14	-
Deuda Total/EBITDA	1,70	-
Deuda Total Ajustada/FGO	7,84	6,23

Moneda constante de diciembre 2009.

### Analistas

Hilario Ramírez  
+58 212 286 3844  
hilario.ramirez@fitchratings.com

Julio Ugueto  
+58 212 286 3232  
julio.ugueto@fitchratings.com

### Metodología Aplicada

• **Corporate Rating Methodology (August 16, 2010)**

### Fundamentos

- Las calificaciones asignadas reflejan el apoyo operativo hacia la empresa por parte de McDonald's Corporation (MCO) así como la elevada propensión de soporte financiero por parte de los accionistas de CORCA en caso que fuera requerido ya sea directamente o a través de la reducción o financiamiento de los arrendamientos operativos de sus locales a ser pagados a una empresa relacionada. Igualmente, las calificaciones toman en cuenta el deterioro de los indicadores de cobertura y apalancamiento debido a un menor margen EBITDA.
- Las calificaciones también incorporan el sólido posicionamiento y el alto reconocimiento de la marca McDonald's lo cual proporciona ventaja competitiva dentro del segmento de comida rápida. De acuerdo con información suministrada por la gerencia de la empresa, los restaurantes McDonald's concentraban para el año 2009 un 35% de las ventas realizadas por las cadenas de comida rápida en Venezuela.
- La evolución del número de transacciones en los restaurantes de CORCA muestra una alta correlación con el nivel de actividad económica y el poder adquisitivo de la población lo cual refleja una debilidad durante ciclos económicos menos favorables. En este sentido, producto del menor ritmo de actividad económica desde inicios del año 2009, se ha registrado una caída de las transacciones y del ticket promedio en términos reales. A su vez, el desempeño de las ventas y en última instancia la rentabilidad del negocio se ve afectada por la evolución del tipo de cambio tomando en cuenta que una parte relevante de los insumos son de origen importado. En este sentido, la empresa inició un proceso de sustitución de importaciones con el fin de que para el cierre del año 2010 la totalidad de los insumos de CORCA serían adquiridos en Venezuela (aunque algunos, serían importados por terceros locales).
- A diciembre de 2009 la relación de deuda total ajustada a EBITDAR (que incluye los pagos anuales de rentas operativas) alcanzó niveles relativamente elevados, siendo que el indicador de deuda a EBITDAR alcanzó 6,3 veces.
- En el corto plazo el flujo de caja de la empresa estaría beneficiado por la estrategia de introducción de promociones, aunado a un mejor manejo del capital de trabajo. No obstante, se prevé un deterioro de las relaciones de cobertura y apalancamiento reflejo de un menor margen EBITDAR, reflejo del entorno recesivo prevaleciente en Venezuela.

### Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones asignadas pudieran ser incrementadas por una importante mejora de los indicadores de apalancamiento y cobertura. Por su parte, las calificaciones podrían reducirse ante eventos que reduzcan la posibilidad de ayuda por parte de su accionista, deterioro en su perfil u otros que limiten el margen de maniobra de la operación.

### Liquidez y Estructura de Capital

A diciembre 2009, CORCA registra una relativamente satisfactoria liquidez a través de su EBITDAR y de sus niveles de efectivo y equivalente.

**Resumen Financiero - Compañía Operativa de Alimentos COR, C.A.**  
(Miles de bolívares fuerte del 31 de diciembre de 2009, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	2009	2008	2007	2006	2005
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	23.510	63.640	89.539	11.973	(143)
EBITDAR Operativo	185.946	239.442	231.651	135.043	85.420
Margen de EBITDA (%)	2,41	5,99	9,57	1,59	(0,03)
Margen de EBITDAR (%)	19,05	22,54	24,75	17,90	15,76
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,08	15,30	17,12	14,53	13,94
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(4,54)	0,60	(3,14)	2,41	2,26
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	7,24	51,90	534,57	(5,98)	40,56
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(11,09)	-	3.631,23	13,02	1,61
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	21,14	-	5.596,19	8,82	(0,03)
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,14	1,36	1,63	1,09	0,95
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,57	-	5.739,68	9,03	(0,03)
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,91	1,36	1,63	1,09	0,95
FGO / Cargos Fijos	0,92	1,12	1,41	1,13	1,03
FFL / Servicio de Deuda	(1,05)	-	(1.818,15)	14,40	3,64
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,08	-	987,46	69,81	10,13
FGO / Inversiones de Capital	(11,74)	4,64	(66,38)	11,84	25,81
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	7,84	6,23	6,35	10,36	13,57
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,70	-	-	-	-
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	(0,28)	(0,82)	(0,51)	(6,28)	210,24
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	6,33	5,14	4,75	7,13	7,83
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	6,08	4,92	4,55	6,57	7,47
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,56	-	-	-	-
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,00	-	-	-	-
<b>Balance</b>					
Total Activos	178.021	130.182	99.671	101.283	61.530
Caja e Inversiones Corrientes	46.586	51.983	45.266	75.189	30.065
Deuda Corto Plazo	40.000	-	-	-	-
Deuda Largo Plazo	-	-	-	-	-
Deuda Total	40.000	-	-	-	-
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	40.000	-	-	-	-
Deuda Fuera de Balance	1.137.052	1.230.614	1.099.258	962.304	668.544
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.177.052	1.230.614	1.099.258	962.304	668.544
Total Patrimonio	65.170	60.615	34.482	(15.320)	(16.588)
Total Capital Ajustado	1.242.222	1.291.229	1.133.740	946.984	651.956
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(13.448)	21.713	58.571	16.306	2.832
Variación del Capital de Trabajo	(27.379)	(13.593)	(87.486)	3.557	9.905
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(40.827)	8.120	(28.915)	19.863	12.737
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(3.478)	(1.749)	(436)	(1.678)	(494)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(44.305)	6.371	(29.351)	18.185	12.243
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(1.091)	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	40.000	0	0	21.045	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(5.396)	6.371	(29.351)	39.231	12.243
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	975.980	1.062.382	936.095	754.411	542.097
Variación de Ventas (%)	(8,13)	13,5	24,1	39,2	-
EBIT Operativo	22.434	63.339	78.587	11.195	(866)
Intereses Financieros Brutos	1.112	0	16	1.357	4.634
Alquileres	162.436	175.802	142.112	123.070	85.563
Resultado Neto	4.556	24.679	51.217	954	(3.364)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual 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 de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual 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 la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, 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 o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch 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 como 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 Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch 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 Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.