

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

## Informe de Actualización

### Calificaciones

|                 |          |
|-----------------|----------|
| <b>Nacional</b> |          |
| Largo Plazo     | AA-(ven) |
| Corto Plazo     | F1(ven)  |

### Resumen Financiero

| (Bs. Miles)       | UDM       |           |
|-------------------|-----------|-----------|
|                   | 31/03/11* | 31/12/10  |
| Ventas Netas      | 1.150.278 | 1.107.016 |
| EBITDA            | (113.483) | (91.563)  |
| FGO               | (55.902)  | (36.653)  |
| Deuda Total       | 59.000    | 62.542    |
| Deuda/ EBITDA     | (0,5x)    | (0,7x)    |
| EBITDA/ Intereses | (12,1x)   | (9,6x)    |

\*Bolívares constantes de marzo 2011

### Factores Relevantes de la Calificación

**Soporte Financiero de ADBV:** Las calificaciones asignadas a CORCA reflejan el soporte financiero de su accionista Arcos Dorados B.V. (ADBV), quien mantiene actualmente una calificación BBB- por parte de Fitch. Este apoyo se mantendría en caso de ser requerido, dada la obligación de ADBV de soportar materialmente el cumplimiento de las obligaciones de sus subsidiarias bajo el Master Franchise Agreement (MFA). La no observancia de alguna de estas obligaciones podría ser considerada un incumplimiento al MFA.

**Experticia de ADBV:** ADBV mantiene como principal accionista al empresario Woods Staton con amplia experiencia en el manejo de operaciones de los restaurantes McDonald's en Latinoamérica. El resto del capital accionario es poseído por diversos fondos de inversión y el público. Para los últimos 12 meses al 31 de marzo de 2011, ADBV registró ventas por US\$ 3,2 billones y un EBITDA de US\$ 274 millones, así como 1.757 restaurantes.

**Débil EBITDA:** La pérdida del poder adquisitivo de la población y el consecuente descenso del consumo privado en el pasado reciente, se vio reflejado en una caída de las transacciones de CORCA y del ticket promedio en términos reales. Los menores niveles de venta de la empresa, aunado al impacto de la evolución del tipo de cambio sobre los costos de venta, han derivado en un debilitamiento del EBITDA.

**Elevado Apalancamiento:** Los menores niveles de rentabilidad han afectado los indicadores de cobertura y apalancamiento. A marzo de 2011 la relación de deuda total ajustada a EBITDAR (que incluye los pagos anuales de rentas operativas) alcanzó 20,1 veces, nivel bastante elevado, previéndose en el corto plazo débiles relaciones de cobertura y apalancamiento como consecuencia de un bajo margen EBITDAR.

### Factores que Podrían Derivar en un Cambio de Calificación

**Mejora de Métricas Crediticias:** Las calificaciones asignadas a CORCA pudieran ser incrementadas por un incremento importante del EBITDA que conlleven a una mejora significativa de los indicadores de apalancamiento y cobertura.

**Calidad Crediticia de ADBV:** Las calificaciones podrían reducirse ante deterioro del perfil crediticio de ADBV o eventos que reduzcan la posibilidad de ayuda por parte de éste o que limiten el margen de maniobra de la operación.

### Liquidez y Estructura de Deuda

**Moderada Liquidez:** A marzo de 2011, CORCA cuenta con disponibilidades de efectivo y equivalentes por Bs. 113 millones, que cubren 1,9 veces su deuda total. Esta cobertura resulta mucho menor al incluir la deuda fuera de balance por concepto de arrendamientos operativos, la cual se ubicó a marzo de 2011 en Bs. 1.545 millones.

### Informes Relacionados

[Corporate Rating Methodology](#)  
(August 16, 2010)

[National Ratings Criteria](#)  
(January 19, 2011)

### Analistas

José Luis Rivas  
+58 212 2863232  
[joseluis.rivas@fitchratings.com](mailto:joseluis.rivas@fitchratings.com)

Julio Ugueto  
+58 212 2863844  
[julio.ugueto@fitchratings.com](mailto:julio.ugueto@fitchratings.com)

**Resumen Financiero – Compañía Operativa de Alimentos Cor, C.A. (CORCA)**

(Miles de bolívares fuerte del 31 de marzo de 2011, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

|  | UDM<br>Mar-2011 | 2010      | 2009      | UDM<br>2008 | 2007      |
|--|-----------------|-----------|-----------|-------------|-----------|
| <b>Rentabilidad</b>  |                 |           |           |             |           |
| EBITDA Operativo   | (113.483)       | (91.563)  | 31.695    | 85.799      | 120.716   |
| EBITDAR Operativo  | 79.667          | 94.692    | 250.692   | 322.815     | 312.312   |
| Margen de EBITDA   | (9,9)           | (8,3)     | 2,4       | 6,0         | 9,6       |
| Margen de EBITDAR  | 6,9             | 8,6       | 19,1      | 22,5        | 24,8      |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)                | 9,4             | 11,8      | 12,1      | 15,3        | 17,1      |
| Margen del Flujo de Fondos Libre                             | 0,5             | 2,3       | (4,5)     | 0,6         | (3,1)     |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio                         | 473,6           | (276,2)   | 7,2       | 51,3        | 490,7     |
| <b>Coberturas</b>  |                 |           |           |             |           |
| FGO / Intereses Financieros Brutos                           | (5,0)           | (2,8)     | (7,7)     | -           | 3.631,2   |
| EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos               | (12,1)          | (9,6)     | 15,2      | -           | 5.487,1   |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)      | 0,4             | 0,5       | 1,1       | 1,4         | 1,6       |
| EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda                          | (1,7)           | (1,3)     | 0,6       | -           | 5.549,8   |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda                         | 0,3             | 0,4       | 0,9       | 1,4         | 1,6       |
| FGO / Cargos Fijos   | 0,7             | 0,8       | 0,9       | 1,1         | 1,4       |
| FFL / Servicio de Deuda                                      | 0,2             | 0,5       | (1,0)     | -           | (1.818,2) |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda    | 1,9             | 1,8       | 0,1       | -           | 987,5     |
| FGO / Inversiones de Capital                                 | 12,5            | 5,8       | (11,7)    | 4,6         | (66,4)    |
| <b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>                 |                 |           |           |             |           |
| Deuda Total Ajustada / FGO                                   | 10,9            | 9,2       | 8,3       | 8,1         | 7,9       |
| Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo    | (0,5)           | (0,7)     | 1,7       | 0           | 0         |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA O | 0,5             | 0,3       | (0,3)     | (0,8)       | (0,5)     |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo                     | 20,1            | 14,4      | 6,3       | 5,1         | 4,9       |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo                 | 18,7            | 13,5      | 6,1       | 4,9         | 4,7       |
| Costo de Financiamiento Implícito (%)                        | 31,7            | 15,5      | 7,3       | -           | -         |
| Deuda Garantizada / Deuda Total                              | -               | -         | -         | -           | -         |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total                              | 1,0             | 1,0       | 1,0       | -           | -         |
| <b>Balance</b>   |                 |           |           |             |           |
| Total Activos  | 198.982         | 194.930   | 240.008   | 175.511     | 134.376   |
| Caja e Inversiones Corrientes                                | 113.010         | 92.484    | 62.807    | 70.083      | 61.028    |
| Deuda Corto Plazo  | 59.000          | 62.542    | 53.928    | -           | -         |
| Deuda Largo Plazo  | -               | -         | -         | -           | -         |
| Deuda Total  | 59.000          | 62.542    | 53.928    | -           | -         |
| Deuda asimilable al Patrimonio                               | -               | -         | -         | -           | -         |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio               | 59.000          | 62.542    | 53.928    | -           | -         |
| Deuda Fuera de Balance                                       | 1.545.200       | 1.303.739 | 1.532.920 | 1.659.114   | 1.532.732 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio      | 1.604.200       | 1.366.281 | 1.586.848 | 1.659.114   | 1.532.732 |
| Total Patrimonio   | (47.702)        | (14.050)  | 87.859    | 81.721      | 48.079    |
| Total Capital Ajustado                                       | 1.556.498       | 1.352.231 | 1.674.707 | 1.740.835   | 1.580.811 |
| <b>Flujo de Caja</b>   |                 |           |           |             |           |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO)                     | (55.902)        | (36.653)  | (18.131)  | 29.273      | 78.965    |
| Variación del Capital de Trabajo                             | 62.329          | 67.224    | (36.912)  | (18.326)    | (117.948) |
| Flujo de Caja Operativo (FCO)                                | 6.427           | 30.571    | (55.043)  | 10.947      | (38.983)  |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total             | -               | -         | -         | -           | -         |
| Inversiones de Capital                                       | (516)           | (5.314)   | (4.690)   | (2.358)     | (587)     |
| Dividendos   | -               | -         | -         | -           | -         |
| Flujo de Fondos Libre (FFL)                                  | 5.911           | 25.258    | (59.732)  | 8.589       | (39.570)  |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto                | -               | -         | -         | -           | -         |
| Otras Inversiones, Neto                                      | -               | (4.196)   | (1.471)   | -           | -         |
| Variación Neta de Deuda                                      | (5.979)         | 8.614     | 53.928    | -           | -         |
| Variación Neta del Capital                                   | -               | -         | -         | -           | -         |
| Otros (Inversión y Financiación)                             | -               | -         | -         | -           | -         |
| Variación de Caja  | (68)            | 29.676    | (7.275)   | 8.589       | (39.570)  |
| <b>Estado de Resultados</b>                                  |                 |           |           |             |           |
| Ventas Netas   | 1.150.278       | 1.107.016 | 1.315.816 | 1.432.301   | 1.262.041 |
| Variación de Ventas (%)                                      | -               | (15,9)    | (8,1)     | 13,5        | 31,5      |
| EBIT Operativo   | (116.502)       | (93.751)  | 30.245    | 85.394      | 105.951   |
| Intereses Financieros Brutos                                 | 9.354           | 9.583     | 2.085     | -           | 22        |
| Alquileres   | 193.150         | 186.255   | 218.997   | 237.016     | 191.596   |
| Resultado Neto   | (112.951)       | (101.914) | 6.142     | 33.272      | 69.051    |

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 PÚBLICAS, 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 INFORMACIÓN 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 © 2011 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. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch 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 a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch 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 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.