

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	Pasteurizadora Táchira, C.A. Sucursal Venezuela
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en Acciones hasta por la cantidad de CINCUENTA MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 50.000.000.000,00), Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de Pasteurizadora Táchira, S.A. de fecha 14 de diciembre de 2017, y acordado en reunión de Directores Pasteurizadora Táchira, C.A. Sucursal Venezuela celebrada el 12 de marzo de 2018.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Cuarenta y ocho (48) meses.
USO DE LOS FONDOS:	Adquisición de materia prima e insumos 100%.
INFORMACION ANALIZADA:	<ul style="list-style-type: none">a) Estados financieros al 31 de diciembre de los años 2014, 2015 y 2016 auditados por Lara Marambio & Asociados, más un corte no auditado al 31 de Diciembre de 2017.b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresac) Información sectorial
RIESGO:	A3 <u>Categoría:</u> "A" Corresponde aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. Sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado. <u>Sub-categoría:</u> "A3": Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.
PERIODICIDAD DE LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando GLOBAL RATINGS SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

Caracas, 25 de abril de 2018

Nº DIC-GR-11/2018

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

PASTEURIZADORA TÁCHIRA, C.A. Sucursal Venezuela; es una empresa dedicada principalmente a elaborar, distribuir y comercializar productos Lácteos y complementarios, fue fundada el 14 de octubre de 1956, por un grupo de inversionistas tachirenses con el objeto comercializar leche en envases de cartón. A partir del año 1963, en atención al crecimiento de la demanda, inicia un proceso de expansión geográfica estableciendo centros de acopio en los sitios de producción, en el año 1970, la empresa adquiere la distribuidora de productos lácteos Quesolandia ubicada en el distrito capital. En junio de 2009, Pasteurizadora Táchira, C.A. cambio su domicilio legal a la ciudad de Friburgo, Suiza, convirtiendo al establecimiento ubicado en Venezuela en una sucursal. Hoy en día la empresa cuenta con un amplio portafolio de productos, compuesto por más de cuarenta (40) presentaciones y distribuido en cinco grandes líneas de negocio: a) Bebidas, b) Cortables, c) Untables, d) Embutidos y Otros, siendo las Bebidas, el mercado más importante y representativo para el emisor con el mayor peso en el volumen de ventas. Ciertamente, sus ingresos han mostrado una tendencia creciente, asociada a los cambios en el mix de los productos vendidos, que le ha permitido posicionarse entre los líderes del mercado de lácteos con una cuota de mercado representativa en cada línea de negocios en la que participa. Respecto a los niveles de endeudamiento, el aumento del apalancamiento financiero del emisor responde a una táctica, que contempla el aprovisionamiento de materia prima e insumos, a fin de contar con un abastecimiento adecuado que permita garantizar la continuidad de sus operaciones. La empresa no escapa de la realidad económica actual, así lo demuestra, por una parte, la disminución paulatina de las cantidades producidas, y por otra, el incremento de los costos de producción, consecuencia de la alta presión inflacionaria que altera constantemente los niveles de precios y afectan la capacidad de adaptación ante cambios en el valor de la variedad de productos comercializados por el emisor, además de menguar el poder adquisitivo de los consumidores, lo cual influye de forma directa sobre la demanda, de acelerarse el deterioro, en el mediano plazo podrían verse afectados los volúmenes de venta. Es importante resaltar, que en el entorno recesivo actual caracterizado por contracción de la producción, una gestión que garantice la obtención del mayor provecho de los recursos disponibles, mediante la toma de decisiones orientadas a que esos recursos puedan generar niveles razonables de rentabilidad, pasa a constituir un componente vital para asegurar el crecimiento sostenible del negocio, por lo que la gestión financiera, industrial y comercial, debe ser objeto de evaluación y actualización constante, para asegurar que una coyuntura no impacte gravemente los resultados financieros y socave la capacidad de la compañía para permanecer en el mercado. Hechas estas consideraciones, la Junta Calificadora asigna la Categoría "A", Subcategoría "A3" a la presente emisión de Obligaciones Quirografarias hasta por un monto de Bs. 50.000.000.000 de PASTEURIZADORA TÁCHIRA, C.A. Sucursal Venezuela.

1. DESCRIPCIÓN GENERAL

El presente informe se realiza con el objetivo de sustentar, de acuerdo a los procedimientos técnicos debidamente aprobados por la Superintendencia Nacional de Valores, la calificación de riesgo del siguiente programa:

Emisor: Pasteurizadora Táchira, C.A. Sucursal Venezuela

Instrumento: Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en acciones

Monto Máximo: Cincuenta Mil Millones de Bolívares (Bs. 50.000.000.000,00).

Plazo: Cuarenta y ocho meses (48)

Fecha de aprobación: Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de Pasteurizadora Táchira, S.A. de fecha 14 de diciembre de 2017, y acordado en reunión de Directores Pasteurizadora Táchira, C.A. Sucursal Venezuela celebrada el 12 de marzo de 2018.

Uso de los fondos: Adquisición de materia prima e insumos 100%.

2. EL EMISOR

2.1 PERFIL Y DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Pasteurizadora Táchira es una empresa dedicada a elaborar, distribuir y comercializar quesos, leche bebidas no alcohólicas y no carbonatadas, derivados lácteos, productos no lácteos complementarios o relacionados, que tiene como meta principal consolidar su liderazgo, mediante el desarrollo de una cultura de calidad en sus productos y servicios, enfocada en satisfacer a clientes y consumidores.

El 14 de octubre de 1956, Pasteurizadora Táchira fue fundada por un grupo de inversionistas tachirenses, en la ciudad de San Cristóbal, estado Táchira, con el objeto de comercializar leche en envases de cartón. Posteriormente con base en el crecimiento de la demanda, el emisor decide

diversificar la producción, incorporando diversos tipos de queso bajo la marca “El Paisa”, además de gran variedad de productos derivados como mantequilla y crema, entre otros.

Para el año 1963, el volumen de leche era insuficiente, debido a que el requerimiento diario de la planta superaba los 40.000 litros. Como solución se establecieron centros de acopio en los sitios de producción. En el año 1970, la empresa adquiere la distribuidora de productos lácteos Quesolandia ubicada en el distrito capital, adicionalmente, incursionó en el mercado de jugos de fruta en envases plasticubiertos, mediante una alianza estratégica con FRICA, línea de jugos y bebidas que luego se comercializarían bajo la marca TACHIRA.

Entre los años 80' y 90', se construyen dos nuevos complejos ubicados en los estados Zulia y Barinas. Adicionalmente, se desarrollan nuevos productos relacionados, todos comercializados bajo el sello institucional de PRODUCTOS PAISA. Destaca que en junio de 2009, Pasteurizadora Táchira, C.A. cambio su domicilio legal a la ciudad de Friburgo, Suiza, convirtiendo al establecimiento ubicado en Venezuela en una sucursal.

En la actualidad PASTEURIZADORA TACHIRA, se muestra como una empresa consolidada, su planta principal funciona en el Estado Táchira y cuenta con oficinas de distribución en el centro, oriente y occidente del país. Sus casi 60 años de operaciones en Venezuela, les han otorgado un reconocimiento de la marca “PAISA” que es reserva de valor por sí sola, al ser sinónimo de calidad y sabores tradicionales para los venezolanos.

Hoy en día el emisor cuenta con un portafolio compuesto por más de 40 presentaciones, las cuales se agrupan en las siguientes líneas:

- **Bebidas:** reúne todos los productos lácteos a excepción del queso, además de todos los jugos de fruta en sus distintas versiones, esta línea representa en promedio el 67% del volumen de ventas. Es destacable que el emisor ha logrado posicionarse como líder en este segmento.
- **Cortables:** corresponde a quesos en sus distintas variedades, que son elaborados bajo distintos procesos de maduración, además de la inclusión de condimentos y especias al producto final.

- **Untables:** son los lácteos derivados o complementarios, de consumo casero, entre los que se encuentran cremas y mantequillas entre otros, su peso relativo en torno a las cantidades vendidas es en promedio de 13% para la serie en estudio.

- **Embutidos y otros:** lo componen una variedad de productos cárnicos derivados del cerdo, entre los cuales destacan jamón, costillas y lomos.

Tabla 1. Distribución de Cantidades Vendidas por Línea

	2014	2015	2016	2017
Bebidas	67%	70%	72%	58%
Cortables	17%	16%	14%	21%
Untables	10%	11%	11%	19%
Embutidos	3%	3%	2%	2%
Otros	3%	0,01%	1%	0,4%

Fuente: Pasteurizadora Táchira – Elaboración propia

En referencia al suministro de materia prima para el funcionamiento de la empresa, la leche constituye el insumo fundamental, por lo cual, para garantizar el suministro de la misma, la empresa mantiene una línea de proveedores que cubren la demanda, y hasta los momentos ha logrado obtener los insumos necesarios, relación basada en el sostenimiento a través del tiempo de vínculos comerciales importantes, sin embargo, se requiere una amplia gama de insumos complementarios y empaques para elaborar las diferentes categorías de productos. El emisor informa que en los últimos meses ha percibido la disminución de la oferta nacional de materiales de empaque, además de la dificultad de acceso a divisas para la importación de elementos para su fabricación según indican sus principales proveedores.

2.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO

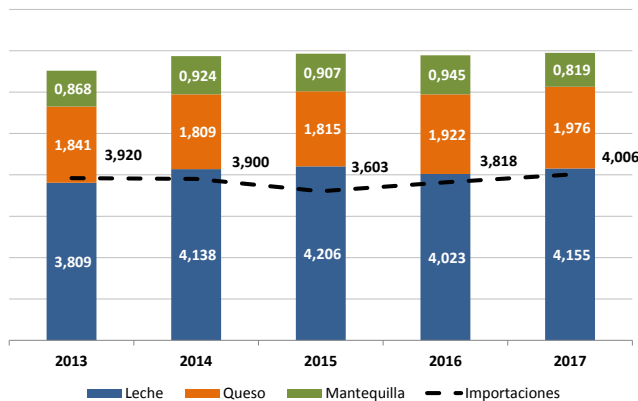
Mercado internacional

La producción mundial de lácteos estimada a cierre de 2017, supera los 500 millones de toneladas métricas, destinando más del 36% al consumo interno de la región de origen, e incluyendo principalmente los rubros: leche completa y descremada, quesos y mantequilla. Analizando con más detalle cómo está estructurado actualmente el mercado internacional de lácteos, se evidencia que la Unión Europea es líder en este rubro con una participación cercana al 30% de la producción total, mientras que en América del Sur Argentina y Brasil destacan como los principales productores con gran

diferencia en términos de volumen, revelan una participación conjunta en la producción global cerca al 6,5%.

Respecto al comercio de los principales lácteos sobrepasa los 6 millones de toneladas métricas, de forma bastante estable, de acuerdo con información del Departamento de Agricultura de Estados Unidos –USDA por sus siglas en inglés–. Destaca que el país de la región que lidera el ranking de exportaciones es Argentina, como fabricante de productos y subproductos, seguido en menor medida por Brasil.

Gráfico 1. Comercio Mundial de los principales rubros Lácteos (millones de toneladas métricas)



Fuente: USDA - Elaboración propia

Entorno Local

El descenso en la industria manufacturera privada estuvo determinado por desempeños negativos, principalmente por la dificultad en el acceso a divisas, junto con la menor disponibilidad de materias primas de origen nacional é importado, así como la escasez de equipos y repuestos para actualización de las maquinarias y su mantenimiento, situación que originó en parte los resultados adversos en estas actividades. Se evidencia que la actividad de la empresa puede verse afectada de forma negativa en su operatividad, con la profundización de problemas económicos tales como, dificultad en acceso a materias primas, escasez de productos básicos y mayores presiones inflacionarias.

En el mercado nacional la producción de leche entre los años 2014-2017, ha marcado una tendencia descendente, asociada en parte a las deficiencias del sector, en cuanto a la falta de

insumos y altos costos productivos. Por su parte, el consumo de lácteos ha estado sujeto a importantes variaciones por la situación económica que han afectado el poder adquisitivo de las familias, como se refleja en el incremento de la demanda de queso artesanal como consecuencia del aumento del precio del queso semi-madurado e industrial. Se estima que el precio del queso siga aumentando, en función del escenario creciente de inflación. Adicionalmente, se espera una contracción de la oferta de leche cruda y materiales de embalaje, aunado a la dificultad de acceso a divisas. Considerando todos los aspectos expuestos anteriormente, se puede inferir que la actividad económica interna se mantiene en un estado de contracción que continuará para los siguientes períodos y que por tanto tendrá un impacto importante sobre el sector.

2.3 POSICIONAMIENTO Y COMPETENCIA

Como se comentó en las secciones anteriores, PASTEURIZADORA TÁCHIRA cuenta con un amplio portafolio de productos, compuesto por diversas presentaciones y distribuido en cinco grandes líneas de negocio, donde las bebidas son el mercado más importante con un peso de 58% del volumen de venta al cierre de 2017.

Es importante destacar que la empresa, en el marco de su plan estratégico 2018 orientado a crecimiento en volumen y rentabilidad, emprenderá la construcción de un área de almacenamiento de producto refrigerado y congelado para ampliar la capacidad de almacenaje, que le permitirá progresar en su actividad natural de producción y comercialización, así como continuar incursionando en nuevos negocios compra-venta de forma óptima y rentable.

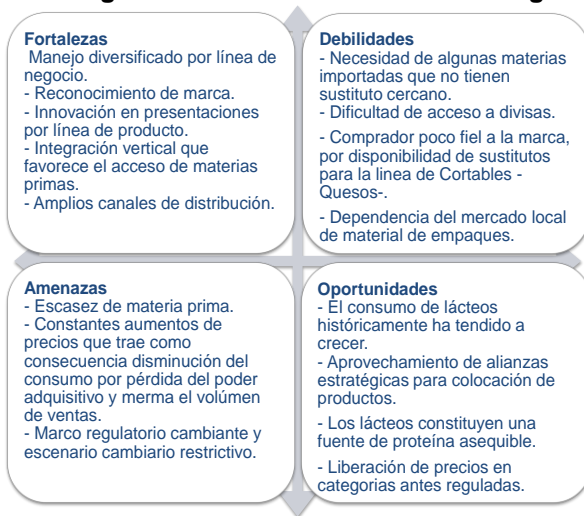
El entorno competitivo dentro de una de las principales líneas de negocio como lo es cortable (Quesos), es liderado por las variedades artesanales que no cuentan con marca reconocida, con más del 40% del mercado en valor, seguido por Pasteurizadora Táchira que exhibe una participación del 20%, dominando el rubro en las variedades; quesos frescos, mozzarella y azul, finalmente, se encuentra Lácteos Flor de Aragua con el 14% de participación, especialmente en las variedades de queso madurado como manchego, parmesano y pecorino. Con respecto a la colocación y comercialización de los productos, el emisor cuenta con nueve (09)

centros de distribución a nivel nacional, los cuales se encuentran ubicados de la siguiente forma: Ureña, La Fría, Cabudare, Mérida, Maracaibo, Barcelona, Puerto Ordaz, Quesolandia Caracas y Quesolandia Valencia. Adicionalmente, con el objetivo de garantizar la calidad de la leche adquirida a proveedores locales, la empresa cuenta con cinco (05) receptorías, donde la leche cruda se almacena y somete a tratamiento térmico antes de su traslado a la planta, las mismas se ubican en los estados: Barinas, Táchira y Zulia.

De acuerdo con estudios de mercado suministrados por el emisor, "PASTEURIZADORA TÁCHIRA" como marca ostenta un 91,4% en reconocimiento y una cuota de mercado de 90% en Queso blanco pasteurizado, siendo la calidad y experticia en productos Lácteos –Leche y Queso-, entre otros factores, los principales atributos que los consumidores asocian a la marca, es por ello, que parte de las estrategias del emisor han estado enfocadas en potenciar la marca por medio de campañas publicitarias y asociaciones con cadenas de distribuidores de amplio reconocimiento, que además constituyen un aspecto diferenciador con respecto a sus competidores.

En el Diagrama 1 podemos sintetizar algunas de sus fortalezas y puntos críticos al momento de realizar este análisis:

Diagrama 1. Posicionamiento Estratégico



Fuente: Elaboración propia

2.4 PROPIEDAD Y GERENCIA

PASTEURIZADORA TÁCHIRA, S.A., el 16 de junio de 2009, cambió su domicilio legal a la ciudad de Friburgo, Suiza, convirtiéndose el establecimiento ubicado en la República Bolivariana de Venezuela en Pasteurizadora Táchira, C.A. Sucursal Venezuela. Anteriormente su capital social era de Bs. 4.818.500.000 y estaba dividido en 9.637.000 de acciones nominativas, totalmente suscritas y pagadas, con valor nominal de Bs. 500,00 cada una. Su composición accionaria actual se muestra a continuación:

Tabla 2. Resumen Composición Accionaria Dic2017

Accionista	Acciones	(%)
Cubis Investment Ltd	3.151.214	32,699
Ocean Market corp	3.132.518	32,505
Helios Group Incorporated	1.381.251	14,333
La Contra, S.A.	872.776	9,057
Otros Accionistas	829.241	11,406
	9.367.000	

Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA–Elaboración propia

La gestión de la Sucursal está a cargo de Directores de Sucursal, representados por las siguientes personas:

Directores de la Sucursal Venezuela: Olga Mercedes Barboza, Juvenal Enrique Branger, María Tibusay de Valle Fuentes, Jorge Alberto Osorio, Arturo Ignacio Branger.

3. DESEMPEÑO FINANCIERO

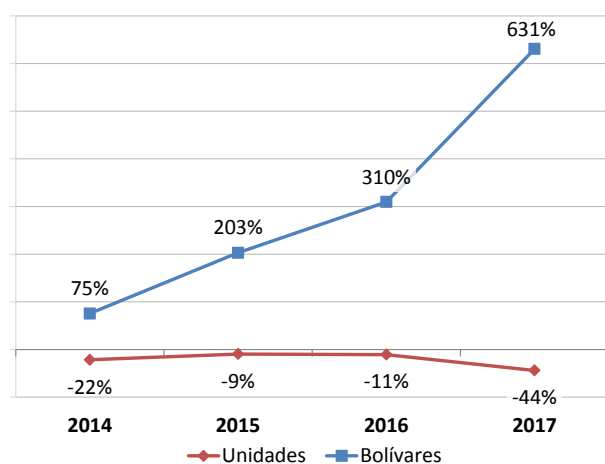
La información financiera analizada está basada en los estados financieros al 31 de diciembre de los años 2014, 2015 y 2016 auditados por Lara Marambio & Asociados, más un corte no auditado al 31 de Diciembre de 2017. Toda la información se encuentra en valores constantes a la fecha de corte, de acuerdo a la estimación de INPC realizada por el emisor a dicho período, y en concordancia con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

3.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los ingresos de PASTEURIZADORA TÁCHIRA provienen principalmente de la comercialización de productos lácteos –Bebidas y Quesos-. Los ingresos por ventas a Dic2017 totalizaron, 278.288,6 MMBs, reflejando una variación interanual positiva de 101,7%, lo que concuerda

con la tendencia creciente expuesta durante la serie en estudio, sin embargo la empresa no escapa de la realidad económica actual, así lo demuestra, por una parte, la disminución paulatina de las cantidades producidas, y por otra, el incremento de los costos de producción a consecuencia de la alta presión inflacionaria que altera contestemente los niveles de precios y afectan la capacidad de adaptación ante cambios en el valor de la variedad de productos comercializados por el emisor, además de menguar el poder adquisitivo de los consumidores, lo que influye de forma directa sobre la demanda.

Gráfico 2. Variación Interanual de las Ventas



Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA – Elaboración propia

Es de hacer notar, que en buena medida los productos que ofrece el emisor pueden ser considerados como una fuente de proteína asequible, puesto que históricamente han mostrado un alto consumo per-cápita, contribuyendo con el negocio del emisor, a pesar del ajuste en los hábitos de consumo ante la recesión económica actual.

Dentro de la estructura de egresos del emisor, los costos de ventas históricamente han representado en promedio el 79% de los ingresos totales, cuyos incrementos han sido comparativamente inferiores a las ventas, aunque por un ajustado margen, esto motivado al creciente costo de las materias primas e insumos. Adicionalmente, existen otras causas que inciden en la eficiencia de la empresa, entre ellas la dificultad para obtener materia prima y la contracción del consumo, por ello como parte de su estrategia el emisor está en continua búsqueda

e inclusión de nuevos proveedores, así como disponer de un abastecimiento adecuado de materia prima, en especial aquella de origen importado, que le permita sustentar los requerimientos operativos.

Al observar de forma más exhaustiva, se obtiene que la compra de inventarios represente la mayor corriente de egresos de la empresa, constituyendo a Dic2017 más del 87% de los costos directos de ventas. Sin embargo, los márgenes del emisor han mostrado una tendencia estable durante el periodo de análisis, con periodos de menor crecimiento - 2016-, actuación que es consistente con los resultados del corte, al registrar un incremento operativo sustancial, esbozando indicadores de rentabilidad notables.

Tabla 3. Indicadores de Rentabilidad

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Dic2017
Margen Bruto	20,3%	27,1%	15,7%	30,0%
Margen Operativo	3,4%	11,9%	1,2%	16,9%
Margen Neto	1,4%	7,8%	0,7%	8,2%
ROA	-	22,9%	2,1%	27,0%
ROE	-	42,8%	3,6%	59,4%

Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA–Elaboración propia

Adicionalmente, con respecto a los niveles de eficiencia, al evaluar el ciclo de caja se observa, que la movilidad de cuentas por cobrar a clientes, comparada con los ingresos por ventas, es en promedio de 8,1% reflejando una brecha bastante favorable para el emisor, ya que posee un rango conveniente de maniobra para gestionar el cumplimiento de sus obligaciones con proveedores. De igual forma, al comparar los ingresos por ventas con los inventarios, se obtiene que la empresa vendió en promedio en el ejercicio 2017, el equivalente a 5,9 veces la cantidad provisionada en inventarios, esto muestra la capacidad de la empresa para gestionar reservas y generar ingresos por ventas, que permiten prevenir desequilibrios en los flujos efectivos percibidos.

Tabla 4. Indicadores de Eficiencia

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Dic2017
Días Ctas. Cobrar Comerciales	21	27	21	47
Días Ctas. Pagar Comerciales	23	20	16	48
Días Inventarios	33	59	39	87
Ciclo operativo	55	86	60	134
Ciclo efectivo	32	66	44	86

Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA–Elaboración propia

3.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

La empresa mantiene a Dic2017 activos corrientes por 106.338,3 MMBs., entre los principales destacan: inventarios, efectos y cuentas por cobrar netas, y efectivo que representan el 96% del total de posiciones líquidas. Al descontar los inventarios que están compuestos esencialmente por materias primas, repuestos y suministros, y productos en proceso o terminados, entre otros, que representan el 43,2% de los activos corrientes, solo se cuenta con las acreencias netas y el efectivo para hacer frente a los compromisos más inmediatos. Es importante acotar que dado el entorno de escases de materia prima, PASTEURIZADORA TÁCHIRA se ha propuesto mantener niveles notables de inventario que le permitan garantizar la disponibilidad de insumos y suministros para el mantenimiento de la planta y los requerimientos del ciclo productivo, totalizando en promedio 43,5% para la serie en estudio.

Con base en lo expuesto anteriormente, analizando en detalle las cuentas y efectos por cobrar, ascienden a un monto de 35.495,4 MMBs. y corresponden en un 71,4%, a créditos otorgados a clientes particulares, 16,3% lo componen cuentas por cobrar a relacionadas y accionistas, y el resto lo constituyen dividendos por cobrar, entre otros, las acreencias cuentan con una vigencia promedio que oscila entre 3 y 30 días continuos. Finalmente el efectivo suma 20.203,9 MMBs., sustentado en el aumento del precio promedio de los productos y la efectividad en los procesos de cobranza, tanto de clientes comerciales como a empresas relacionadas, lo cual terminó impactando de manera favorable su saldo en caja y bancos. Todo lo anterior refleja que el emisor mantiene unos niveles considerables de liquidez, por lo cual está en plena capacidad de hacer frente a sus compromisos a corto plazo, como se evidencia a continuación.

Tabla 5. Posición de Liquidez

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Dic2017
Solvencia Total	1,99	2,28	2,50	1,67
Solvencia Corriente	1,68	1,88	2,11	1,68
Prueba Ácida	1,05	0,97	1,19	0,95
Capital de Trabajo MMBs.	6.508,46	12.647,94	14.789,45	42.896,75

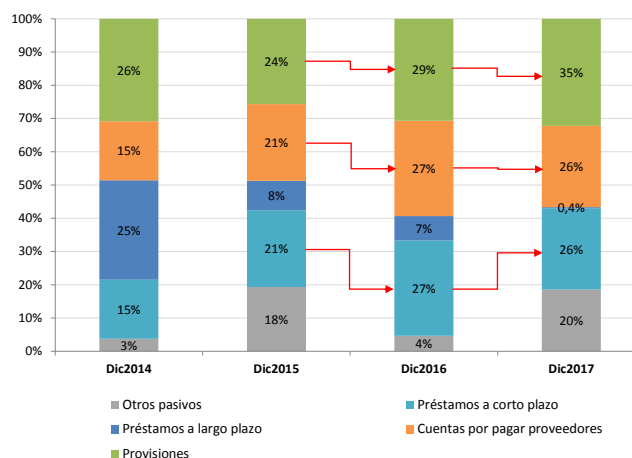
Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA–Elaboración propia

3.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

En referencia a la estructura financiera de la empresa, para el periodo analizado, que culmina en Dic2017, se ha mantenido una concentración en el

endeudamiento a corto plazo, representando en promedio 81% del total de la deuda financiera, misma que se compone principalmente por préstamos bancarios contratados con instituciones financieras nacionales por un monto de 19.110,6 MMBs. Los préstamos a largo plazo a la fecha de corte ascienden a 273,6 MMBs, cabe destacar que a la fecha de corte la sucursal mantiene amplias líneas de crédito con diferentes instituciones financieras con el fin de cubrir cualquier compromiso a futuro, adicionalmente, como colateral de los préstamos bancarios de más corto plazo, existe garantía prendaria sobre las propiedades, plantas y equipos.

Gráfico 3. Estructura de Pasivos



Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA–Elaboración propia

El emisor mantiene pasivos corrientes que en promedio representan el 80% del total de pasivos, que a su vez están compuestos principalmente por préstamos bancarios, el aumento en los niveles de apalancamiento financiero de la empresa responde a una táctica que contempla el aprovisionamiento de materia prima e insumos, a fin de contar con un abastecimiento adecuado que permita garantizar la continuidad de sus operaciones, comportamiento que es razonable dado el escenario inflacionario. Adicionalmente, observando la composición de las cuentas por pagar, se manifiesta que la sucursal mantiene estrictas políticas de gerencia de riesgo financiero, para asegurar que todas las deudas sean pagadas dentro de los lapsos convenidos, periodos que a la fecha de corte oscilan entre 7 y 30 días en promedio.

Tabla 6. Indicadores de Cobertura

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Dic2017
Cobertura Intereses	1,83	18,65	0,42	16,64
EBITDA/Servicio Deuda	0,22	1,92	0,08	2,04
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,49	2,56	0,09	2,06
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,33	5,44	0,22	15,11
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,38	2,89	0,27	23,89
FCO / Servicio Deuda	0,78	0,13	0,18	0,09
Flujo de Caja / Servicio Deuda	0,42	0,34	0,72	0,91

Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA—Elaboración propia

4. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

4.1 GESTIÓN: La importancia de una gestión eficiente radica en que el aspecto financiero es lo que controla prácticamente todos los procesos que realiza la empresa, es decir, todo lo que tenga que ver con recursos, inversiones, maquinaria, contratación de personal, entre otros puntos. En el entorno económico actual caracterizado por contracción de la producción e incrementos constantes de los niveles de precios, una gestión que garantice la obtención del mayor provecho de los recursos disponibles, mediante la toma de decisiones orientadas a que esos recursos puedan generar niveles razonables de rentabilidad, pasa a constituir un componente vital para asegurar el crecimiento sostenible del negocio. En el marco de las consideraciones anteriores, a juicio del calificador, PASTEURIZADORA TÁCHIRA está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos del funcionamiento de la empresa, tanto en lo referido a la gestión financiera, como industrial y comercial, como lo sustentan sus resultados financieros, su extensa trayectoria y su participación de mercado.

4.2 RENTABILIDAD: Es uno de los aspectos focales de la estrategia desarrollada por la empresa. El emisor refleja una variación interanual positiva del ingreso de 101,7% a Dic2017, de forma similar, los costos de producción mantienen una tendencia creciente pero en menor medida, totalizando a Dic2017 67,4%, respecto al total de ingreso, razón por la cual, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es notable.

4.3 SOLVENCIA: La empresa tiene un índice de solvencia total adecuada, sus bienes representan casi dos veces su pasivo exigible, de igual forma, el patrimonio presenta resultados positivos en cifras importantes, sin embargo, se debe tomar en cuenta la coyuntura que pudiera generar que de las ventas realizadas por el emisor, un porcentaje importante lo concentran compañías relacionadas, saldos que

se incrementaron de forma significativa en el último año, y que podría impactar en el futuro sus niveles de solvencia. Según informa la gerencia, el posible riesgo de crédito que se presenta ha disminuido por la aplicación de sus políticas de crédito y gestión de cobranza, por lo que no considera que el mismo sea significativo.

4.4 LIQUIDEZ: Vinculado a lo anterior, En promedio el activo corriente representa 43,7% de su activo total hasta 2016, situación que se mantiene en su resultado operativo reciente, totalizando 43,2% en Dic2017, y se sustenta mayoritariamente en: efectivo, cuentas por cobrar a clientes y relacionados. Hasta ahora el emisor muestra buena reciprocidad de los clientes con niveles mínimos de incobrabilidad que promedian 0,04% para el periodo de estudio.

4.5 ENDEUDAMIENTO: Los ratios analizados son adecuados; pero destaca la alta concentración de la deuda financiera a corto plazo, comportamiento que se corresponde con incrementos de los costos operativos y de producción, además de los aumentos sostenidos de los niveles de precios de materia prima e insumos, situación que se espera mejore mediante la colocación de la presente emisión. Resalta que a la fecha de corte las tasas de interés derivadas de los préstamos y pagarés recibidos por la sucursal de instituciones financieras locales, oscilan entre 13%, 18% y 24% anual, con una duración promedio de cuatro (4) meses, renovables. Adicionalmente, mantiene amplias líneas de crédito con diferentes instituciones financieras con el fin de cubrir cualquier compromiso a futuro.

4.6 JURÍDICO: Al analizar la posibilidad de incumplimientos en el pago a los inversionistas, así como la eventual aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados se identifica que el riesgo jurídico es mínimo. Asimismo, es importante mencionar que PASTEURIZADORA TÁCHIRA es una empresa de amplia trayectoria en el mercado nacional de lácteos, por lo que se podría inferir que existe un elevado riesgo reputacional para toda la organización, donde ante un actuación inadecuada, no sólo se verá impactado el reconocimiento de la marca, sino el de la cadena en su totalidad.

4.7 MERCADO: La actividad comercial del emisor está condicionada al escenario económico y sus

causas, como los elevados niveles de inflación que aceleran la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores, impactando directamente en sus ventas y por ende en sus ingresos. A pesar de que el emisor mantiene su posicionamiento en el mercado y ha logrado mantener un nivel de venta razonable que permite su funcionamiento, de acelerarse la pérdida de poder adquisitivo, en el mediano plazo podrían verse afectados los volúmenes de venta.

4.8 CAMBIARIO: El emisor presenta una elevada exposición ante variaciones en el régimen cambiario, que se derivan principalmente de operaciones comerciales, causadas por activos y pasivos en moneda extranjera, que puede afectar considerablemente las operaciones de la compañía. En concordancia, la posición en moneda extranjera es deficitaria, y está representada en su totalidad por cuentas por pagar a proveedores del exterior.

Tabla 7. Posición en Moneda Extranjera

	Dic2014		Dic2015		Dic2016		Dic2017	
	Bs./US\$	USD	Bs./US\$	USD	Bs./US\$	USD	Bs./US\$	USD
Activos		202.325		545.347		266.272		1.210.336
Efectivo	49,97	202.325	52,10	545.347	673,83	266.272	3.345,00	649.952
Anticipos a proveedores		-		-		-	3.345,00	560.384
Pasivos		(4.231.305)		(4.406.265)		(6.338.987)		(2.941.307)
Cuentas por pagar a proveedores	6,30	(4.231.305)	6,30	(4.406.265)	10,00	(6.338.987)	10,00	(2.941.307)
Posición en Moneda Extranjera		(4.028.980)		(3.860.918)		(6.072.715)		(1.730.971)

Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA – Elaboración propia

4.9 CONTROL DE CALIDAD:

La empresa produce y comercializa productos alimenticios, que obligatoriamente deben pasar por procesos sanitarios, en cumplimiento de las normativas vigentes. Al ser una marca representativa, las exigencias se vuelven cada vez mayores en cuanto a los controles de calidad establecidos, por ello cualquier externalidad que afecte las cualidades de los productos terminados, podría resultar perjudicial para la actividad comercial de la empresa. Destaca que la empresa cuenta con tres laboratorios, que mantienen rutinas de recolección de muestras para ensayos microbiológicos, fisicoquímicos, además de pruebas sensoriales de degustación o cata de productos, siguiendo los protocolos de evaluación con procedimientos de normas COVENIN, los cuales brindan información de control de los productos fabricados. De igual forma registran y documentan todos los controles realizados, mantienen muestras testigos bajos resguardo, que sirve para validar la calidad y durabilidad del producto que comercializan.

5. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Global Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de PASTEURIZADORA TÁCHIRA bajo tres escenarios: 1) *Base*: condiciones provistas por el emisor; 2) *Restricciones Leves*: se desmejoran ligeramente ciertas variables; y 3) *Restricciones Graves*: recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, considerando estabilidad en los volúmenes de venta, el margen operativo se ubicaría en 24%, para el período comprendido entre 2018 - 2022, con una cobertura de gastos financieros de 12,53x, y del servicio de la deuda de 0,59x, a fecha de vencimiento de la emisión.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un menor crecimiento de las ventas, que desciende a 102% respecto a los 1.500% estimados para el escenario anterior, así como un aumento en el costo implícito de los fondos, mismos que se eleva de 6% a 14%, como resultado, se obtuvo una cobertura de gastos y servicio de la deuda de 0,45x y 0,06x, respectivamente, para el año final de proyección. Por último, considerando condiciones más exigentes, como un crecimiento inferior en las ventas anuales de solo 32%, se obtienen indicadores de cobertura tanto de gasto como de deuda a Dic2022 de 0,14x y 0,02x respectivamente.

Tabla 8. Indicadores Proyectados

Escenario Base	Dic2018	Dic2019	Dic2020	Dic2021	Dic2022
Cobertura de Intereses	9,76	9,02	11,44	12,04	12,53
Cobertura Servicio de Deuda	0,36	0,58	0,59	0,59	0,59
Restricciones Leves	Dic2018	Dic2019	Dic2020	Dic2021	Dic2022
Cobertura de Intereses	9,76	1,21	0,78	0,54	0,45
Cobertura Servicio de Deuda	0,36	0,15	0,10	0,07	0,06
Restricciones Graves	Dic2018	Dic2019	Dic2020	Dic2021	Dic2022
Cobertura de Intereses	9,76	0,53	0,33	0,21	0,14
Cobertura Servicio de Deuda	0,36	0,10	0,06	0,04	0,02

Fuente: PASTEURIZADORA TÁCHIRA – Elaboración propia

6. SUSCEPTIBILIDAD DE CALIFICACIONES

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una variación de la calificación:

6.1 VARIACIÓN POSITIVA

- Reestructuración de la deuda de corto a largo plazo.
- Estabilidad de los márgenes de rentabilidad.
- Generación de flujo de caja operativo durante el periodo.
- Consolidación de los proyectos emprendidos de expansión de la capacidad de almacenamiento.

6.2 VARIACIÓN NEGATIVA

- Proporción de compromisos por cobrar con relacionados superiores a lo proyectado.
- Presiones considerables sobre la liquidez.
- Apalancamiento superior al resultado operativo acumulado de los periodos recientes de forma sostenida.
- Política de inversiones superiores a las anticipadas.

ADVERTENCIA

Este informe de calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.



PASTEURIZADORA TÁCHIRA C.A.
INDICADORES FINANCIEROS
 Expresado en bolívares
 Cifras constantes al 31 de diciembre de 2017

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Dic2017
Liquidez y Solvencia				
Solvencia	1,99	2,28	2,50	1,67
Solvencia corriente	1,68	1,88	2,11	1,68
Liquidez Acida	1,05	0,97	1,19	0,95
Capital de Trabajo	6.508.457.229	12.647.936.670	14.789.450.843	42.896.750.256
Activos circulante / Activo total	51%	63%	64%	87%
Días a mano Ctas. por Cobrar Comerciales	21	27	21	47
Rotación Ctas. por Cobrar	17	13	17	8
Días a mano Ctas. por Pagar Comerciales	23	20	16	48
Rotación Ctas. por Pagar	16	18	22	8
Días a mano Inventarios	33	59	39	87
Rotación de Inventarios	11	6	9	4
Ciclo operativo	55	86	60	134
Ciclo efectivo	32	66	44	86
Endeudamiento				
Pasivo Total / Patrimonio	1,01	0,78	0,67	1,48
Pasivo Total / Activo Total	0,50	0,44	0,40	0,60
Pasivo Circulante / Pasivo Total	60,5%	76,2%	75,7%	87,2%
Pasivo con Costo Financiero/ Pasivo Total	0,40	0,29	0,34	0,27
Deuda financiera / Patrimonio	0,41	0,23	0,23	0,40
Índice de Endeudamiento Neto	0,21	0,14	0,03	-0,02
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	0,31	0,05	0,81	0,06
Eficiencia				
Crecimiento de ingresos (%)	-	32,0%	24,0%	101,7%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)	-	8,27	9,94	20,27
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)	-	2,93	3,11	3,29
Costos / Ventas	80%	73%	84%	70%
Utilidad bruta/ventas netas	20,3%	27,1%	15,7%	30,0%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	3,4%	11,9%	1,2%	16,9%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	1,4%	7,8%	0,7%	8,2%
Rentabilidad				
EBITDA	1.584.236.635	11.834.777.527	565.968.101	44.978.364.387
Margenes de EBITDA	1,92%	10,87%	0,42%	16,52%
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)	-	22,88%	2,09%	27,01%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	-	42,81%	3,60%	59,40%
EBITDA / Total Activo Promedio (%)	-	31,86%	1,31%	54,31%
EBITDA / Patrimonio Promedio (%)	-	59,61%	2,25%	119,42%
Costo Implícito de la Deuda	13,61%	11,45%	22,39%	13,94%
Cobertura de Deuda				
Gastos financieros	865.114.491	634.473.061	1.354.507.551	2.702.532.533
Deuda Financiera Total	6.358.716.575	5.539.429.541	6.050.221.215	19.384.349.353
Corto Plazo	2.370.288.471	3.997.345.218	4.818.228.351	19.110.664.131
Largo Plazo	3.988.428.104	1.542.084.323	1.231.992.864	273.685.222
Deuda Neta (Deuda - Caja)	3.333.812.862	3.457.471.220	717.728.266	-819.592.608
Variación de la deuda neta	-	3,71%	-79,24%	-214,19%
Cobertura Intereses	1,83	18,65	0,42	16,64
EBITDA/Servicio Deuda	0,22	1,92	0,08	2,04
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,49	2,56	0,09	2,06
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,33	5,44	0,22	15,11
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,38	2,89	0,27	23,89
FCO / Servicio Deuda	0,78	0,13	0,18	0,09
Flujo de Caja / Servicio Deuda	0,42	0,34	0,72	0,91

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente