
**INFORME DE REPRESENTACIÓN LEGAL DE TENEDORES DE BONOS
(01/01/2015 – 30/06/2015)**

EMISIÓN BONOS ORDINARIOS ALPINA S.A.

JUNIO DE 2015

TITULOS	Bonos Ordinarios
EMISOR	ALPINA S.A.
MONTO	\$360.000 Millones
FECHA DE EMISION	11 de Febrero de 2009
SERIE	A Y B
RENDIMIENTO	SERIE A: IPC+spread - SERIE B: Tasa Fija
PLAZOS	Entre 8 Y 15 Años
PAGO INTERES	Trimestre Vencido
AMORTIZACION	Al vencimiento de cada una de las series
LOTES	Tramo 1 \$260.000 millones Tramo 2 \$100.000 millones
CALIFICACION INICIAL	Duff and Phelps de Colombia AA+

ENTIDAD EMISORA

ALPINA, inició actividades en Colombia a mediados de la década de los cuarenta (1945) en el municipio de Sopó, con la producción de diferentes variedades de quesos.

Durante los siguientes treinta años, a partir de la construcción de la primera planta y la ampliación de su portafolio de productos, logró posicionarse en el mercado bogotano.

A partir de 1975, ALPINA inicia un proceso encaminado a la profesionalización de la administración. Esto hace que los accionistas tomen la decisión de migrar de una empresa familiar a una compañía administrada profesionalmente sin la participación directa de los miembros de la familia en la operación o administración. Hecho este cambio se inicia una etapa importante de crecimiento y ampliación del portafolio de productos. En la década de los ochenta, la compañía incorpora

productos como Arequipe y Gelatina Boggy y líneas de producto como Finesse, adicionalmente amplia la cobertura de distribución a otras regiones del país.

A partir de los noventa, la compañía se enfoca en la diversificación geográfica y el complemento de sus categorías de productos. Incursiona en mercados internacionales, con operaciones locales en Venezuela y Ecuador, y exportación a Estados Unidos. Diversifica sus productos, ofreciendo jugos y la creación de la categoría de bebés. Inicia su enfoque estratégico actual, con la innovación como pilar de la compañía y ampliación de la cobertura nacional, alcanzando un total de 180.000 clientes para el 2007.

Dentro de las reformas más importantes que ha realizado la compañía, se encuentra el proceso de fusión de cuatro compañías, como iniciativa estratégica de la administración y unificación de las operaciones de los accionistas en Colombia. Las compañías que ALPINA absorbió son las siguientes:

Los Alpes S.A., Alpical S.A., Copacking Colombiana S.A.-COPACOL, Passiflora Colombiana S.A.- PASSICOL.¹

¹ <http://www.alpina.com.co/alpina-institucional/alpina-historia/>

DATOS RELEVANTES

CALIFICACION: El día 13 de agosto 2015, Fitch Ratings ha afirmado las calificaciones nacionales de largo plazo y corto plazo de Alpina Productos Alimenticios S.A. (Alpina) en 'AA(col)' y 'F1+(col)', respectivamente. La Perspectiva es Positiva. **Asimismo, ha afirmado la calificación de la emisión de Bonos Ordinarios hasta por COP360.000 millones en 'AA(col)'.**

FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

Las calificaciones asignadas reflejan la sólida posición competitiva de Alpina dentro del sector de productos lácteos en Colombia y sus adecuados niveles de liquidez, producto del mantenimiento de una manejable estructura de vencimientos de la deuda financiera. Asimismo, las calificaciones incorporan la presión esperada en la generación de flujo de caja libre (FCL) en el mediano plazo, la baja diversificación geográfica y por productos, así como los riesgos inherentes del sector en donde opera la empresa, en medio de un entorno de

desaceleración económica y del consumo privado. La Perspectiva Positiva refleja el incremento de la rentabilidad que ha registrado la empresa a partir de 2013, producto de la implementación de acciones estratégicas que han generado una mayor eficiencia en las operaciones. Así, el incremento de la generación operativa se ha reflejado en la reducción del apalancamiento hasta sus menores niveles en los últimos 5 años. Fitch tomará una acción positiva de calificación en la medida en que los resultados obtenidos por la compañía se sostengan dado un entorno económico más retador.

Sólida Posición Competitiva: Alpina mantiene una sólida posición competitiva como uno de los principales participantes en el mercado de productos lácteos en Colombia. La empresa ha consolidado un fuerte posicionamiento de sus marcas a través de una estrategia de alto valor percibido, y se ha beneficiado de una robusta red de distribución de productos refrigerados a nivel nacional, la cual se comporta como una importante barrera a la entrada en este mercado. Alpina mantiene el liderazgo absoluto en el

segmento de bebidas lácteas, compotas y postres lácteos en el país, los cuales representan parte importante de los ingresos de la empresa.

Incremento en Rentabilidad: El margen EBITDA de la empresa ha reaccionado positivamente a la implementación de acciones estratégicas de la empresa desde 2013, orientadas a mejorar la optimización del portafolio de productos y a incrementar la eficiencia de las operaciones. Al cierre de 2014, el margen EBITDA se ubicó en 12%, su mayor nivel desde hace 5 años, considerando que la empresa registró cerca de COP45.000 millones de gastos extraordinarios asociados a la implementación de dicha estrategia y a la constitución de provisiones de cartera en Venezuela. El mantenimiento de estas iniciativas comienza a reflejarse en un impulso adicional de la rentabilidad. Durante el primer trimestre de 2015, la empresa generó un EBITDA de COP60.406 millones, equivalentes a un margen de 15,8%.

Reducción del Apalancamiento: El incremento de la generación operativa de Alpina se ha reflejado en una reducción de sus niveles de apalancamiento. Al cierre de 2014, la deuda financiera de la empresa se ubicó en COP431.059 millones, incluyendo los avales otorgados a la operación en Ecuador, representando una relación de deuda financiera ajustada a EBITDA de 2,6x. La perspectiva positiva de la calificación incorpora la expectativa que la empresa podrá mantener una rentabilidad superior a 12%, conjuntamente con tasas de crecimiento en ingresos superiores a 4%, con lo cual el apalancamiento bruto se mantendría por debajo de 2,5x de forma sostenida.

Robusta Liquidez: Alpina continúa registrando una adecuada posición de liquidez, soportada en el mantenimiento de una estructura manejable de vencimientos de deuda financiera. A diciembre de 2014, el 95% de la deuda financiera estaba registrada en el largo plazo, compuesta principalmente por la emisión de bonos locales por COP260.000 millones, con amortizaciones previstas a partir de

2019. Los niveles de efectivo por COP62.081 millones cubren 3,1x la deuda financiera de corto plazo (1,1x a marzo 2015), mientras que los vencimientos previstos hasta 2017 son inferiores a la generación proyectada de flujo de caja operativo. Adicionalmente, la empresa cuenta con cupos de crédito disponibles por COP600.000 millones que pudieran ser utilizados en caso de ser requerido.

La manejable estructura a plazos de la deuda financiera compensa la presión proyectada en la generación de FCL en los próximos años, producto tanto de las transferencias a empresas relacionadas en el exterior, como por las inversiones de capital previstas en los próximos años, orientadas a incrementar la capacidad instalada en algunas líneas de producción.

Baja Diversificación Geográfica y de Productos: Las calificaciones consideran la concentración de ingresos de la empresa en términos geográficos, siendo que las ventas en Colombia representan casi la totalidad de la generación de flujo de caja de la

empresa, mientras que las iniciativas de comercialización de productos en mercados como Estados Unidos están siendo ejecutadas a través de empresas relacionadas a Alpina. Asimismo, si bien la empresa ha constituido un importante portafolio de marcas bien posicionadas en el mercado local, su elevada exposición al sector lácteo la hace vulnerable a la volatilidad de precios de materias primas y a las tendencias de consumo en el sector.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Entre los factores que individual o colectivamente pudieran derivar en una acción positiva de calificación se encuentran:

- ✚ Sostenimiento de los niveles de márgenes operativos.
- ✚ Generación de flujo de caja libre positivo de manera sostenida.
- ✚ Niveles de apalancamiento sostenidos en un rango entre 2x y 2,5x.

- ✚ Entre los factores que individual o colectivamente pudieran derivar en una acción negativa de calificación se encuentran:
- ✚ Transferencias a entidades relacionadas superiores a las anticipadas.
- ✚ Condiciones económicas adversas que presionen los niveles de liquidez.
- ✚ Incremento del apalancamiento por encima de 3,5x de manera sostenida.²

ENTORNO ECONOMICO

Economía Internacional

Estados Unidos mejoró la revisión de su PIB para el 1T15, pasando desde un -0,7% de la observación anterior a alinearse con el consenso del mercado en -0,2%. Este dato confirma el hecho de que los aún bajos precios del petróleo continúan afectando negativamente la inversión en el sector de hidrocarburos,

² Tomado del Informe de la calificadoradora de fecha 13 de agosto de 2015.

así como la fortaleza del dólar restringe la capacidad de este país de exportar su mercancía competitivamente. El resultado estuvo jalonado por mayores gastos en consumo personal y en vivienda. Por su parte, la revisión del consumo doméstico sorprendió al alza favorablemente, ubicándose en 2,1% t/t, desde el anterior 1,8% t/t y superando las expectativas de 1,9% t/t.

La tasa de desempleo disminuyó, pasando del 5,5% observado en mayo a 5,3% para junio. La creación de nuevos empleos de mayo se ubicó en 223 mil, equivalente a una caída de 57 mil con respecto al dato revisado a la baja de abril, donde se crearon 280 mil nuevos empleos. Cabe resaltar que la revisión del dato de mayo mostró una caída en la creación de empleo desde 280 mil hasta 254 mil.

En el comunicado de la última reunión de la Reserva Federal –FED- de junio, la Junta mantuvo su mandato de buscar un máximo empleo y una inflación estable. El Comité afirmó que para determinar cuánto tiempo más se deben mantener las tasas en sus mínimos se

guiarán por el progreso alcanzado, con miras de lograr sus objetivos de máximo empleo y una inflación de 2%. También esperan que la inflación se mantenga cercana a sus niveles mínimos en el corto plazo, pero que comience a subir hacia su meta de 2% en el mediano plazo, mientras el mercado laboral continúe mejorando y el ruido generado por la caída en los precios del petróleo y en las importaciones desaparezca.

También afirmaron que una vez decidan comenzar a remover su estímulo monetario, necesitarán un acercamiento balanceado y consistente con sus metas de largo plazo. Actualmente, consideran que, aún después de que el empleo y la inflación estén cerca de sus niveles deseados, las condiciones económicas podrían, durante algún tiempo, requerir que la tasa de interés se mantenga debajo de los niveles considerados como normales.

Los precios del petróleo tuvieron una leve caída durante junio, ubicándose en promedio en USD \$63,75/barril. Este dato es inferior en USD \$1,86/barril

frente al de mayo de USD \$65,61/barril. Además, el precio de este commodity continúa por debajo del precio promedio observado de todo 2014, USD \$99,45/barril.

La Unión Europea tuvo su atención concentrada durante junio en el desarrollo de las conversaciones entre Grecia y el Eurogrupo, dadas las amenazas de un impago del país heleno al FMI y sus otros acreedores. La situación se ha convertido en un duelo de posturas políticas encontradas, donde el primer ministro griego Tsipras no quiere ceder ante los pedidos realizados por la Troika, con miras a que Grecia pueda obtener ayuda para cumplir con sus obligaciones. Es importante resaltar que Grecia ya entró en moratoria con el pago de EUR1.500 millones que debía realizarle al FMI a finales de junio. Por otro lado, el programa de expansión cuantitativa desarrollado por el BCE alcanzó un total de compras de EUR 58.069mn en junio, mientras que en mayo habían totalizado EUR 63.100mn. De esta manera, se siguen viendo los resultados exitosos en el desarrollo de

dicho programa, mientras la fuente de volatilidad se concentra en Grecia.

Economía Local

La tasa de desempleo total nacional en el trimestre móvil marzo – mayo fue de 9,1%, inferior a la observada un año atrás (9,2%). El total de personas ocupadas alcanzó los 21,9 millones, lo que equivale a 484 mil personas ocupadas más frente al año anterior. Los empleados particulares aumentaron anualmente en 4,6%, mientras que los empleados por cuenta propia crecieron un 2,3%. El desempleo continúa descendiendo, mostrando dinamismo en el mercado laboral y soportando el consumo doméstico.

La inflación de junio presentó una variación mensual de 0,10%, 0,01% por encima de la observada en junio de 2014 (0,09%). La inflación 12 meses se situó en 4,42%, superior a la del año anterior (2,79%) y por encima de la cota superior del rango meta de 4,0% establecido por el Banco de la República.

La inflación sin alimentos o básica se mantuvo en 3,72% en su medida anual. Por su parte, la de transables aumentó 10 puntos básicos, desde 3,74% a 4,17%. A su vez, la inflación de no transables aumentó desde 3,83% a 3,98%.

La tasa de cambio siguió subiendo durante junio, cerrando sobre USDCOP \$ 2.585,11, equivalente a una subida de COP \$ 51,32 frente al cierre de mayo (USDCOP \$ 2.533,79). Este movimiento representa una depreciación mensual de 2,03% del peso frente al dólar, equivalente a un movimiento año corrido de 8,05%.

El Banco de la República mantuvo nuevamente **la tasa de interés de política monetaria** estable en 4,50% en su reunión de junio. El Emisor tuvo en cuenta el proceso de ajuste que experimenta la economía colombiana y que espera continúe, dada la moderación del crecimiento del gasto interno, los efectos de la depreciación real del peso y la caída de ciertos precios internacionales. En adición a lo anterior, la Junta está a la expectativa de que, a

futuro, la inversión se modere, a pesar del comportamiento aún dinámico de las obras civiles. Además, esperan que la devaluación del peso traiga consigo efectos positivos sobre los sectores exportadores y que compiten con las importaciones. A su vez, la Junta afirma que La desaceleración de la inflación se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. La Junta reafirmó su compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas en la meta.

Otras tasas de interés de referencia tuvieron una tendencia más bajista durante junio: la DTF a 90 días retrocedió 12 puntos básicos para cerrar el mes en 4,28% E.A. La IBR terminó junio sobre 4,36%, subiendo levemente desde el 4,35% observado en mayo.

La curva de rendimientos de los TES tasa fija continuó mostrando desvalorizaciones generalizadas en sus títulos durante junio, con un aumento intermensual de 45 puntos básicos en su empinamiento. Solo las referencias de la parte corta presentaron valorizaciones durante junio, con los oct/15 cayendo 5

puntos básicos y los jun/16 retrocediendo 12 puntos básicos. Por su parte, el título con vencimiento en 2024 cerró el mes en 7,22%, aumentando 33 puntos básicos en su rendimiento durante junio.

El índice COLCAP fue el segundo índice latinoamericano que más subió, ganando 1,89% m/m y cerrando el mes en 1.331,35 unidades. El índice estuvo jalonado principalmente por Preferencial Davivienda (6,45% m/m), Preferencial Bancolombia (7,72% m/m), Preferencial Grupo Sura (9,77% m/m) y Grupo Argos (4,55% m/m). En contraste, la acción que presentó la mayor caída fue Pacific Rubiales, retrocediendo -19,82% m/m y -34,90% a/c. Este comportamiento observado en Pacific Rubiales está explicado por la incertidumbre existente con respecto a que la empresa pueda ser adquirida en su totalidad por inversionistas extranjeros.

El comportamiento del COLCAP durante junio se vio influenciado por el entorno internacional, dado el comportamiento alcista de la tasa de cambio y de los bonos del tesoro de Estados Unidos, en conjunto con la incertidumbre

anteriormente comentada en el frente europeo y en contraste con un precio del petróleo volátil y con sesgo a la baja, que afecta a su vez el desempeño de los sectores de hidrocarburos y minería.

SITUACIÓN FINANCIERA

ACTIVO: Al finalizar el primer trimestre de 2015 el total de activos de Alpina S.A. asciende a \$1,087,321 Millones.

PASIVO: Al finalizar el primer trimestre de 2015 el total de pasivos de Alpina S.A. asciende a \$839,963 Millones.

PATRIMONIO: Al finalizar el primer trimestre de 2015 el total del patrimonio de Alpina S.A. asciende a \$247,358 Millones.

UTILIDAD: Al finalizar el primer trimestre de 2015 el total de la utilidad de Alpina S.A. asciende a \$23,855 Millones.³

³ Tomado de la página web

<http://www.alpina.com.co/sites/default/files/290515%20Presentaci%C3%B3n%20Inversionistas%201Q15%20vf.pdf>

CONCLUSIONES

Helm Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de los Tenedores de Bonos emitidos por Alpina S.A., considera que las cifras presentadas a corte marzo de 2015 y la evolución de sus resultados semestrales, demuestran la solidez y respaldo necesario por parte del Emisor para continuar con el desarrollo y ejecución de su objeto social.

En la actualidad no prevemos ningún factor que comprometa de manera significativa ó relevante la solvencia del Emisor para cumplir con las obligaciones adquiridas de cara a la emisión de Bonos Ordinarios.

FUENTES

- ✚ Superintendencia Financiera de Colombia.
- ✚ Fitch Ratings Colombia S.A. SCV
- ✚ Alpina Productos Alimenticios S.A.

NOTA: Para efectos de una mayor información sobre el objeto del presente informe consultar las siguientes direcciones en internet:

- <http://www.superfinanciera.gov.co/>
- <http://www.fitchratings.com.co/>
- <http://www.alpina.com.co/alpina-institucional/alpina-historia/>
- <http://alpina.com/contenidos/informes-anales/>
- <http://alpina.com/inversionistas/>
- <http://www.alpina.com.co/sites/default/files/290515%20Presentaci%C3%B3n%20Inversionistas%201Q15%20vf.pdf>