

Ecuador
 Papel Comercial

MODERNA ALIMENTOS S.A.

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

Seguimiento Calificación

Papel Comercial	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
2da. Emisión USD 10 MM	AA	AA-	enero-14

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

Resumen Financiero

(Millones USD)	May.13	May.14
Activos	106.6	107.9
Ventas	53.0	55.1
Margen EBITDA (%)	7.65	9.16
ROA (%)	3.9	7.1
Deuda /Capitalización (%)	39	35
CFO / Deuda Fin CP	-0.7	-0.3
Cash + FCL / Deuda Fin CP	-0.6	-0.2
Deuda Financiera Total /FFO (x)	4.3	2.8

Actividad del Emisor: Producción y distribución de alimentos de consumo masivo relacionados con harina de trigo y línea de panadería.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador;
 (5932) 2269767 ext. 103
ppinto@bwratings.com

Lorena Oliva, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 108
loliva@bwratings.com

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener la calificación de la emisión descrita en **AA (Doble A)**. La decisión del Comité se fundamenta en la capacidad del emisor de generar flujos operativos positivos y crecientes, siendo líder del mercado en la línea industrial, y con marcas bien posicionadas en la línea de consumo; además, un manejo prudente del crecimiento del negocio y control en el capital de trabajo.

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y /o de la transacción.

La calificación reconoce el desempeño operativo del emisor, que en los últimos dos años, ha mostrado menor volatilidad y un crecimiento sostenido de resultados. La consolidación del negocio y mayor fortaleza en la generación le ha permitido a la empresa disminuir el nivel del endeudamiento. Se espera que las tendencias positivas en este sentido continúen en el tiempo, para que el emisor pueda conservar su calidad crediticia frente a los retos del mercado y la ciclicidad de su industria.

La previsión estimada muestra una tendencia estable en el corto plazo, y aun en un escenario conservador, con estrés en las premisas de crecimiento de ventas y resultados, la empresa estaría en capacidad de mantener, al menos, el nivel de endeudamiento actual, así como una liquidez mayor hasta finalizar el 2014.

La generación esperada (EBITDA) permitirá a la empresa manejar niveles de cobertura de la deuda y una relación con el patrimonio tangible, similares a los observados hasta mayo 2014. Así mismo, se estima que la presión de liquidez disminuiría en el corto plazo.

El riesgo de refinanciamiento, que subsistiría, se ve mitigado por las fuentes de financiamiento a las que la empresa ha tenido acceso, a la capacidad de los accionistas locales para otorgar garantías y a la flexibilidad de financiamiento comercial.

FECHA COMITE: 30 /Julio/2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/ Mayo/ 2014

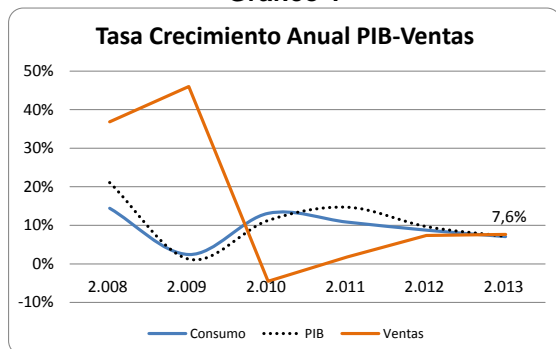
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Segunda Emisión Papel Comercial	
Emisor:	Moderna Alimentos S.A.
Monto Total Programa:	USD 10,000,000
Monto en Circulación:	USD 3,406,000
Saldo Insoluto:	USD 3,406,000
No. Resolución:	SC.IRQ.DRMV.2014.01634
Fecha Aprobación SIC:	25-abr-14
Fecha Colocación:	19-may-14
Fecha Vencimiento:	8-may-16
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Pago de Capital:	Al vencimiento plazo de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Capital de Trabajo y/o Sustitución de Pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estruct y Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A. Moderna Alimentos S.A. a través de DECEVALE (Emisión Desmaterializada)
Agente Pagador :	Bondholder Representative S.A.

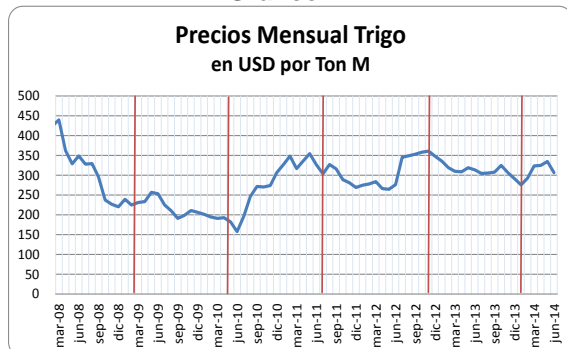
▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Gráfico 1



Fuente: BCE, Moderna Alimentos
 Elaboración: BWR
 *Variación de PIB en valores corrientes

Gráfico 2



Fuente: Indexmundi Elaboración: BWR

De acuerdo al primer gráfico, en comparación a variables macro como el Consumo de Hogares (componente del Producto Interno Bruto – PIB) y el PIB total, se puede observar que el comportamiento de las ventas de Moderna de los últimos dos años guarda relación con las tasas de variación de la economía a nivel macro; en otros períodos esta ha sido diferente por la influencia de los procesos de fusión de la empresa y las variaciones más significativas en el costo de materias primas.

El comportamiento estable de la economía ecuatoriana favoreció el crecimiento de varias industrias en el 2013, aunque se observaron tasas de incremento algo menores en varias actividades económicas. La industria alimenticia suele tener tendencias más estables. Para el 2014, la perspectiva económica a nivel macro muestra desaceleración en el crecimiento frente al año anterior.

En la industria molinera en el país, el principal riesgo inherente identificado está relacionado a los precios de la materia prima. La industria ecuatoriana se provee en 98% por trigo importado, principalmente de EEUU y Canadá, sin posibilidad de encontrar sustitutos a la materia prima importada.

Los precios a nivel internacional varían en función de la oferta y la demanda mundial; de lado de la oferta, ésta cambia periódicamente porque depende de la producción agrícola, que fluctúa según las condiciones climáticas, y los ciclos de siembra y cosecha. La demanda, aunque más estable, puede encontrar productos sustitutos frente a un incremento importante en el precio del trigo y sus derivados.

Las empresas locales se protegen de la volatilidad del precio a través de contratos de futuros para la compra de materia prima; sin embargo, esta medida es de corto plazo y apenas un mitigante frente a variaciones poco predecibles.

La industria molinera ecuatoriana debe manejar la ciclicidad propia del negocio, con una baja flexibilidad para negociar precios con proveedores del exterior.

En el 2014, la perspectiva internacional señala una tendencia estable de precios del trigo, aunque dependiente de que las cosechas continúen según lo previsto y no exista ningún efecto externo que influya en las mismas.



Además, la industria molinera consta de pocos participantes locales, la alta competencia presiona los precios de la harina, limitando el manejo de los márgenes del producto. Los mejores participantes son los que han alcanzado mayores volúmenes de ventas, de forma que pueden absorber los altos costos fijos del proceso industrial.

Este sector es intensivo en uso de capital, considerando los procesos productivos, de renovación y mantenimiento de las plantas. Esto genera altas barreras de entrada para nuevos competidores.

La demanda local, en relación a la harina de trigo, es estable y predecible, y crece en volúmenes en tasas de variación similares al crecimiento poblacional.

Los productos elaborados derivados de la harina de trigo tienen un mercado más diversificado en relación al número de competidores, características, precios y calidad. En cuanto al pan, específicamente, la oferta está compuesta tanto de productos industrializados de grandes cadenas, como de un segmento más artesanal de panaderías con producción reducida y focalizada en zonas específicas. Recientemente entró una cadena internacional al mercado ecuatoriano de pan empacado que podría presionar la competencia del segmento en el futuro.

Otro riesgo inherente a la industria, es el control que el Gobierno ecuatoriano intenta ejercer a través de la regulación de precios, aranceles y algunas condiciones de la oferta, por ser la harina y el pan un producto de primera necesidad. No obstante, las regulaciones hasta el momento no han afectado al comportamiento de la industria, y por el contrario, en función de las políticas de cambio de la matriz productiva, se esperaría que estas se dirijan hacia la protección de la industria nacional.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Moderna Alimentos S.A. es una empresa industrial, líder de mercado, grande por el tamaño de sus activos y volumen de ventas. A partir de los procesos de fusión que atravesó en años anteriores, se convirtió en la mayor empresa molinera del país.

Por su posicionamiento en el mercado, maneja ventajas diferenciales, sobre todo al tener un alto volumen de ventas, con el que logra absorber los costos fijos y operar con un margen bruto relativamente estable en los últimos años.

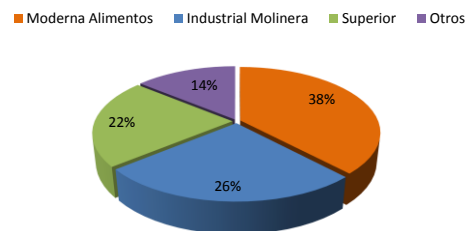
La empresa tiene dos líneas de negocio bien diferenciadas: línea industrial, que se refiere a la producción de harina de trigo, materia prima para

la elaboración de diversos alimentos; y la línea de consumo, dentro de la que se encuentran los productos industrializados con mayor valor agregado y de venta al detalle.

El 70% de las ventas de la empresa corresponde a la línea industrial, en la cual tiene actualmente una participación del mercado ecuatoriano de 38% y es líder. En cuanto a los productos industrializados, las principales líneas son las de panadería, harinas domésticas, aceites y avenas. Estas líneas tienen un portafolio diversificado y están bien posicionadas en cada uno de sus segmentos.

Gráfico 3

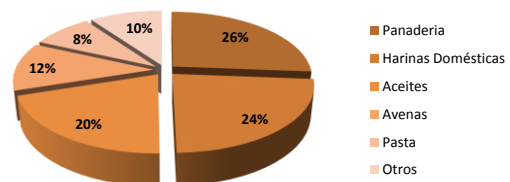
Participación de Mercado Línea Industrial 2013



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Gráfico 4

Línea de Consumo % Participación en ventas línea de consumo



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Moderna Alimentos cuenta actualmente con cinco plantas molineras, incluyendo la más grande del país ubicada en la ciudad de Manta. Las plantas trabajan en promedio al 80% de su capacidad instalada. Además, la empresa cuenta con 6 bodegas propias para el almacenamiento y distribución del producto terminado.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Moderna Alimentos S.A. no es parte de ningún grupo empresarial. La empresa tiene una participación de 40% en Bakels Ecuador, subsidiaria de Bakels NL Holding, compañía suiza que produce pre mezclas y productos complementarios para panadería.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Moderna Alimentos es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta, cuya propiedad está mayoritariamente en una Holding. Actualmente, la composición accionarial está conformada de la siguiente forma:

SOCIOS	Capital en Miles de USD	% Participación
ECUADOR HOLDINGS LTD.	31.636	99,99%
MOLINOS CHAMPION S.A.	3	0,01%
TOTAL	31.639	100,0%

Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Los mayores accionistas de Ecuador Holding LTD (EHL) son tres personas jurídicas con nacionalidad extranjera, cuyas propiedades se concentran en dos grupos familiares locales, y dos empresas extranjeras, Seaboard Corporation y ContiGroup, relacionadas al mercado alimenticio a nivel internacional. Las dos empresas extranjeras controlan el 50% de las acciones de EHL.

El soporte de los accionistas se ha evidenciado en la retención del 100% de las utilidades, y en el caso de los accionistas del exterior, en la flexibilidad de financiamiento de la materia prima, al ser también el principal proveedor. Además, según la Administración existe un acuerdo verbal con los accionistas externos mediante el cual le otorgarían a la empresa una línea financiera adicional de existir un momento de estrés en la liquidez local.

▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

El gobierno corporativo tiene una visión compartida entre los accionistas locales, quienes tienen amplio conocimiento del mercado, y los accionistas internacionales, que dan asesoría con una visión global del mercado alimenticio a nivel internacional.

El socio extranjero participa de las decisiones estratégicas y financieras de la Compañía; a pesar de que Moderna no es una empresa subsidiaria del Grupo, sí reporta al accionista las cifras financieras periódicamente.

La Administración maneja políticas conservadoras, el nivel de endeudamiento de la empresa ha sido consistente con el crecimiento del negocio y de las inversiones; durante los últimos años su capitalización proviene principalmente de las utilidades del negocio. El endeudamiento se incrementa de forma cíclica de acuerdo a los

momentos de mayor requerimiento de inventario o para aprovechar una baja coyuntural de precios.

Uno de los principales proyectos actualmente, y que consta en las proyecciones analizadas, es la potenciación de la planta panificadora, para ampliar la capacidad de producción en los siguientes 3 años. Esta inversión podría requerir endeudamiento adicional; no obstante, se prevé que con el flujo propio de la operación se pueda cubrir parte de la inversión.

En el mediano plazo, la empresa podría invertir en una nueva planta con la visión de ampliar la producción de la línea de pan, la cual ha crecido en los últimos años, tiene productos diversificados y bien posicionados, proyecto que se realizaría en función de las oportunidades de mercado.

En relación a la línea industrial de harina, las estrategias se dirigidas a mantener los altos volúmenes de venta alcanzados. La participación de Moderna en la línea industrial es estable y continúa como líder de mercado.

En la línea de consumo las estrategias están aplicadas en función de cada producto y sus oportunidades de mercado para lograr mayor penetración. La empresa dirige los esfuerzos comerciales hacia el posicionamiento de sus productos en mercados con alta competencia, como por ejemplo, el de la pasta.

Una de las estrategias actuales es también mejorar los canales de distribución, para lo cual la Administración se encuentra evaluando posibles mecanismos para introducir los productos de consumo en otros canales y llegar a otros segmentos de la población. Esto se concretaría durante el 2014.

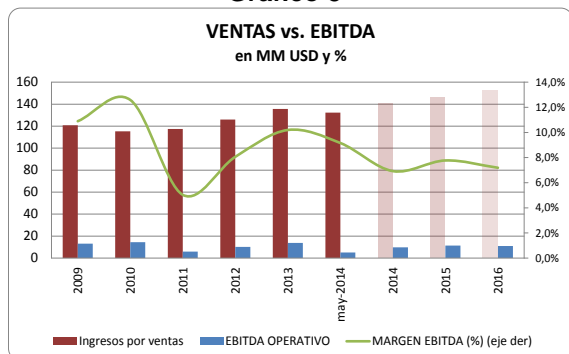
▪ **PERFIL FINANCIERO**

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados de los períodos 2007 al 2011 por firma KPMG del Ecuador Ltda. bajo Normas NEC (2007-2008) y NIIF (2009-2011).

También se utilizó información auditada por PriceWaterhouseCoopers a diciembre 2012- 2013, la misma que no presenta salvedades. Además, estados financieros interinos no auditados y demás información con corte a mayo 2014 bajo norma NIIF.

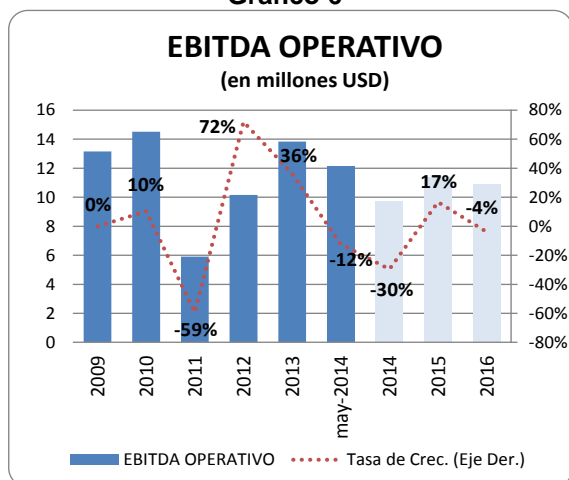
▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 5



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Gráfico 6



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Moderna es una empresa con capacidad generadora de flujos operativos, cuyo EBITDA ha alcanzado mayor volumen y menor volatilidad en los últimos dos años. La volatilidad más pronunciada de la generación en años anteriores se explica por los procesos de fusión de la empresa, que una vez concretados y con una producción consolidada en importantes volúmenes, permite resultados operativos crecientes en los siguientes períodos.

Sin embargo, la empresa se desenvuelve en un negocio que maneja una ciclicidad propia, y es sensible a los cambios en los costos de la materia prima más importante (trigo). Moderna mitiga en alguna medida dicho riesgo al contar con un socio y proveedor internacional, que les brinda asesoría en la compra de materia prima y eventualmente podría flexibilizar su financiamiento.

El año 2013 fue un período con un crecimiento importante del EBITDA, apoyado en el aumento tanto del volumen de ventas como del margen bruto. El aumento de ventas fue ligeramente superior al del 2012, y el incremento del margen obedeció a un ajuste de precios, asumido por el

mercado, y a una adecuada gestión en cuanto al abastecimiento de materia prima, aprovechando el bajo costo de la misma en cierto momento de ese año.

Al mes de mayo 2014, el margen se mantiene en 23.3%, nivel similar al del 2013; nuestra proyección estima que este porcentaje podría bajar hasta finalizar el año, y para los próximos años, considerando la volatilidad de los precios del trigo, los contratos de futuros vigentes para su compra y las amenazas descritas en cuanto a su oferta.

Por otra parte, el EBITDA del año 2013 estuvo afectado por una mayor carga de gasto operativo, especialmente gasto administrativo relacionado al cambio del sistema tecnológico del software operativo. Además, el gasto comercial tuvo mayor incidencia porque se dio una campaña de mercadeo fuerte para el posicionamiento de algunos productos.

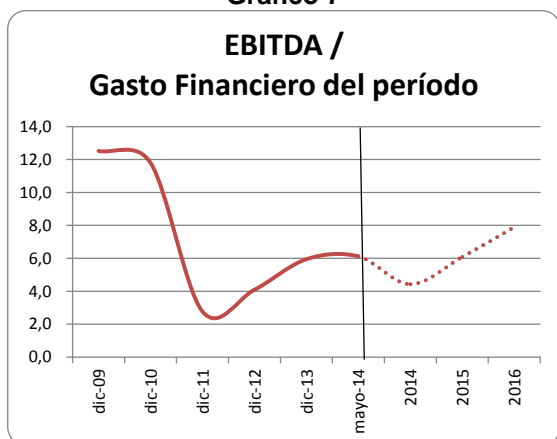
Hasta mayo del 2014, el gasto operativo se contrae en 5% en comparación al mismo período 2013, lo que beneficia al crecimiento del resultado operativo en este período. La empresa realiza esfuerzos por mantener controlado el gasto administrativo y lograr objetivos de eficiencia.

En el 2013, el gasto operativo absorbió el 18.68% de las ventas del año, mientras que al mes de mayo 2014, este porcentaje disminuyó a 16.31%. En nuestras proyecciones sensibilizadas, se ha utilizado un crecimiento del gasto operativo mayor, y por lo tanto, más peso de este gasto sobre ventas. Estas proyecciones consideran el comportamiento histórico de este rubro hacia finales de año, los gastos adicionales que podrían generarse por el proceso de repotenciación de la planta de pan, y además, que no se repetirán, al menos en la misma medida, los gastos tecnológicos.

Bajo las premisas esperadas y asumiendo que el costo de ventas no sufrirá importantes variaciones negativas hasta finalizar el año, se estima que el EBITDA del 2014 alcanzaría un monto de alrededor de USD 10 MM en un escenario conservador.

El EBITDA ha cubierto el gasto financiero en, al menos, dos veces en los años analizados, y al mes de mayo 2014, este indicador es de 6 veces. En las proyecciones, se considera que la cobertura a intereses puede mantenerse entre 4 y 6 veces, dado que, bajo las premisas consideradas, el emisor no requeriría financiamiento importante adicional, y el gasto financiero esperado sería similar al del 2013.

Gráfico 7



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

El resultado neto al finalizar el año 2013 fue USD 3.8 MM, y al mes de mayo 2014 ya han alcanzado una utilidad de USD 3.1 MM. Si durante el segundo semestre del año, se logra mantener el margen bruto y sostener el gasto operativo en los niveles proyectados por la empresa, se espera un crecimiento importante de los resultados en el 2014, y considerando que existe estacionalidad con ventas mayores en el último trimestre del año.

Los índices de rentabilidad a mayo-2014 mejoraron significativamente; la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) fue 14.61% y sobre activos (ROA) fue 7.13. La perspectiva de generación se mantiene positiva en relación a lo histórico, aun en un escenario con estrés, como el utilizado para las proyecciones analizadas.

▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	may-14
Total Activo Corriente	51%	51%	51%	53%	55%
Fondos Disponibles	2%	1%	2%	1%	2%
CxC Comerciales	17%	16%	22%	22%	22%
Inventarios Neto	28%	31%	22%	23%	23%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	1%	0%	0%
Gastos anticipados	3%	2%	4%	6%	7%
Total Activo No Corriente	49%	49%	49%	47%	45%
Propiedades	46%	46%	46%	43%	42%
Inversiones Emp. Relac.	1%	1%	1%	1%	1%
Activos Diferidos	3%	2%	2%	2%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

PASIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	may-14
Total Pasivo Corriente	40%	36%	38%	41%	40%
Deuda Financiera CP	13%	9%	11%	14%	19%
Deuda Comercial	22%	24%	24%	23%	19%
Otros Pasivos CP	5%	3%	3%	4%	2%
Total Pasivo LP	14%	22%	15%	11%	11%
PATRIMONIO	46%	42%	46%	48%	50%

Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Moderna Alimentos es una empresa con capacidad de generación de flujos operativos, con ciclos en los que, en mayor o menor medida, requieren de financiamiento de capital de trabajo relacionado principalmente al abastecimiento de materia prima, y en los últimos años a los impuestos anticipados.

A mayo-2014, igual que a mayo de los dos años anteriores, el flujo operativo que genera la empresa es negativo debido a los pagos realizados a proveedores, esto exige endeudamiento financiero adicional, que durante el segundo semestre del año se reduce en la medida que así lo permiten las inversiones en CAPEX. La deuda financiera total a mayo de cada año se mantiene entre USD 32MM y USD 28MM mientras que a final del año sus niveles están entre USD 26MM y USD 24MM, lo que en nuestras proyecciones se mantiene hasta el final de este año.

Como se puede observar en el gráfico del comportamiento histórico del flujo de caja, el flujo de caja libre de Moderna a finales de año ha sido negativo en la mayoría de períodos analizados, debido a la inversión en activos fijos relacionada al mantenimiento y puesta en marcha de las plantas. Durante el 2012 y 2013, esta inversión ha estado sobre los USD 4 MM.

Hasta diciembre del 2014, se espera una inversión en CAPEX de alrededor de USD 6 MM, entre inversiones de mantenimiento y repotenciación de las plantas que podría ser cubierta en aproximadamente 90% por la generación del flujo de caja operativo, previsto en el escenario de estrés. Sin embargo, para mantener los niveles de caja históricos que requiere la empresa, en este escenario, el endeudamiento adicional frente a dic-2013 sería de aproximadamente USD 2 MM, llegando a una deuda financiera total de aproximadamente USD 26 MM a dic-2014.

Moderna cuenta con endeudamiento financiero local y con deuda de un organismo multilateral externo, que es de largo plazo, y que financió la mayor parte de inversiones en activos fijos que realizó la empresa en el año 2011.

La deuda con bancos locales es de corto plazo, y junto con la emisión de papel comercial, objeto de este estudio, financia el capital de trabajo del emisor. Al mes de mayo 2014, el 71% del endeudamiento es de corto plazo.

La deuda bancaria corresponde a tres instituciones locales, las cuales le dan financiamiento con plazos hasta 90 días; son créditos reprogramables y con líneas de crédito abiertas, con garantías reales. Además, hay un crédito sindicado de largo plazo con varias instituciones bancarias, cuyo fin fue la compra de una planta molinera, que ya está en funcionamiento y generando réditos.

Moderna cuenta también con financiamiento del IFC y el IIC, organismos conexos al Banco Mundial, y son préstamos de largo plazo, que cuentan con fideicomisos de garantía y condiciones específicas, como el no reparto de dividendos.

Deuda Financiera: Vencimientos

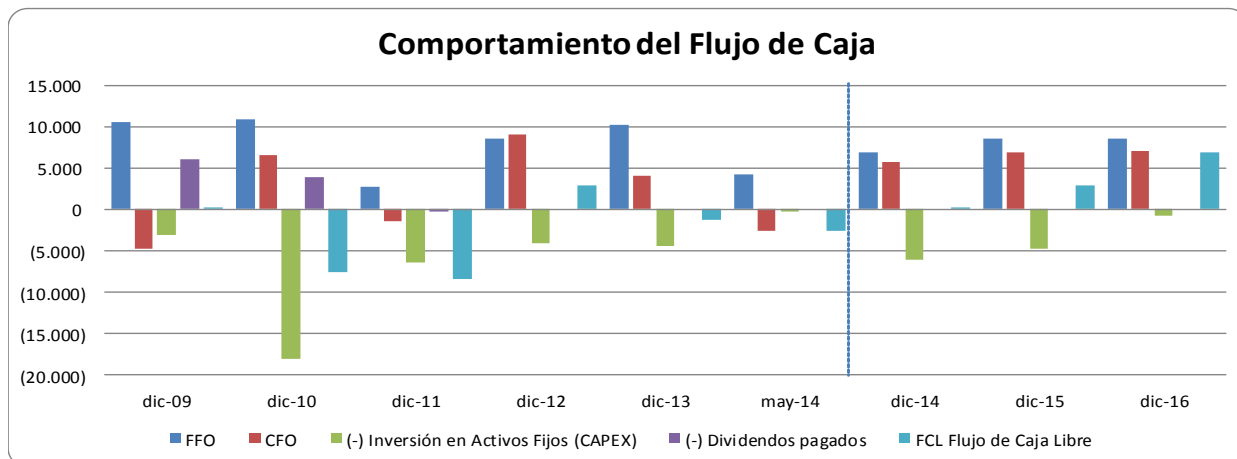
al 31 de mayo del 2014	Miles USD
Pagos Corrientes	16.046
Dos Años	4.080
Tres Años	8.185

Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Por otra parte, la deuda comercial es de corto plazo y rota alrededor de 4 o 5 veces al año, entre 70 y 87 días promedio. Al ser el proveedor, uno de los accionistas de la empresa, este otorgaría facilidades de financiamiento, si Moderna así lo requiriere.

En el gráfico 9, se puede observar la ciclicidad del endeudamiento, siendo el mes de mayo un momento en el que el endeudamiento bancario se incrementa para financiar parte del capital de trabajo, y la deuda con proveedores disminuye.

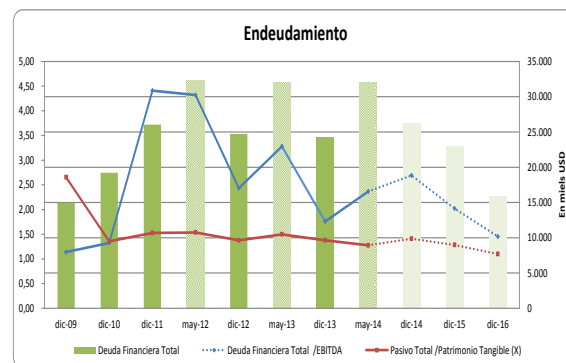
Gráfico 8



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

No obstante, este comportamiento no se repite al finalizar el año, cuando la generación propia de la empresa sirve para cancelar parte de la deuda financiera y mantener indicadores de endeudamiento menores.

Gráfico 9

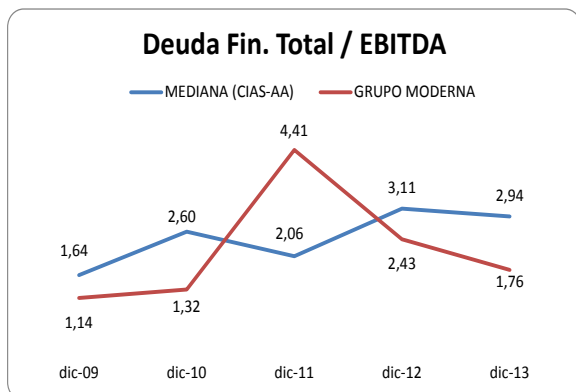


Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

En general, los índices de endeudamiento, tanto sobre el EBITDA como sobre el patrimonio tangible, muestran una tendencia a disminuir, aun considerando los períodos interinos.

La deuda financiera total sobre el EBITDA al mes de mayo 2014 muestra un indicador de 2.37:1, y se espera que podría incrementarse hasta 2.69:1 hasta finalizar el año.

Para los períodos 2015 y 2016, la empresa podría disminuir su endeudamiento y llegar a niveles menores de 2, siempre que no se presenten inversiones adicionales a las proyectadas.



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

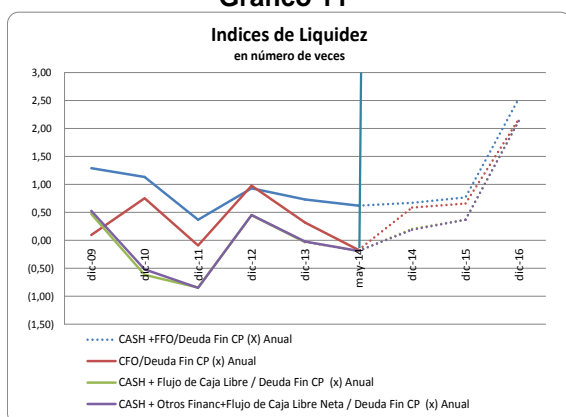
*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

Moderna ha demostrado capacidad de generación operativa, en un mercado en el que es líder, y ha podido disminuir el endeudamiento global, aun considerando los momentos coyunturales dentro del año, en los que tiene que financiar mayor volumen de inventarios. Indicadores menores de endeudamiento, favorecen al emisor, pues con una posición financiera más flexible, puede cubrir los riesgos propios como la volatilidad y ciclicidad del manejo de capital de trabajo, y su generación operativa.

El índice de deuda frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable, con una tendencia a decrecer a medida que el patrimonio se siga fortaleciendo con la incorporación del 100% de las utilidades generadas.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 11



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Los indicadores históricos de liquidez de Moderna muestran la ciclicidad propia del negocio, donde en momentos de mayor provisión de materia prima, la liquidez se contrae por el pago con excedente a los proveedores. Este comportamiento se observa claramente en los meses de mayo de los últimos 3 años.

Al mes de mayo 2014, el Flujo de Fondos Operativo (FFO) no fue suficiente para cubrir un requerimiento negativo alto de capital de trabajo, por el pago adicional realizado a los proveedores, situación igual a la observada en los meses de mayo de los años pasados. Esta variación negativa del capital de trabajo, debió ser financiada con deuda adicional.

De esta forma, el indicador de CFO sobre deuda financiera de corto plazo fue negativo, indicador que en los meses de diciembre han sido positivos en los años históricos analizados, con excepción del año 2011, cuando en diciembre tuvieron un requerimiento extraordinario de inventario de materia prima.

El flujo de caja libre fue negativo, es decir, toda la deuda de corto plazo debió ser refinanciada al mes de mayo 2014, para cubrir las necesidades de flujo operativo y el requerimiento de CAPEX.

Las proyecciones utilizadas en este análisis prevén un nivel de liquidez positivo a diciembre 2014, con un requerimiento de capital de trabajo menor, el cual puede ser absorbido por el flujo generado en el período. El flujo operativo, luego de la variación de capital de trabajo, podría cubrir los requerimientos de inversión del año en más del 90%, pero aproximadamente un 80% de la deuda de corto plazo tendría que ser refinanciada. Por otro lado, considerando los niveles de caja históricos que mantiene la empresa, una deuda adicional de USD 2 MM sería requerida.

Dada la posición de la empresa, y su capacidad operativa, se estima que el riesgo de refinanciamiento es bajo. Moderna cuenta adicionalmente con flexibilidad en el financiamiento comercial, con su socio-proveedor, y los accionistas tienen posibilidad de poner garantías bajo firmas a nivel local.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

Fecha de corte	may-14
Activo Líquido (USD M)	2.480,26
Activo Ajustado (USD M)	96.536,00
Activo Total (USD M)	107.925,10

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	4.921,38	4.921,38	0,50	19,62
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	20.266,54	25.187,93	0,10	3,83
3era	Deuda sin garantía específica de balance	28.919,77	54.107,70	0,05	1,78
TOTAL		54.107,70	54.107,70	0,05	1,78

Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR



La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

Hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

Resguardos

A más de los resguardos de Ley, la emisión de papel comercial objeto de esta calificación, cuenta con los siguientes resguardos:

- Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
- Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales aquellos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia del programa, la relación de activos libre de gravamen sobre obligaciones en circulación, según los requerimientos de Ley.

Hemos recibido por parte del estructurador de la emisión, el certificado de cumplimiento de los resguardos con corte a mayo 2014, en el que se indica que el emisor cumple con los mismos.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

Moderna Alimentos ha tenido dos procesos en mercado de valores por emisiones de papel comercial. El emisor ha cumplido sus obligaciones en tiempo y forma, los títulos han tenido aceptación entre los inversionistas. Actualmente, Moderna no tiene emisiones vigentes, adicionales a la analizada en este estudio, en el mercado de valores.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación

de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

GRUPO MODERNA ALIMENTOS

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	may-14
Resumen de Resultados						
Ventas	120.820	115.357	117.414	126.045	135.682	55.138
% crecimiento	46,0%	-4,5%	1,8%	7,4%	7,6%	-2,5%
MARGEN BRUTO (%)	19,3%	27,2%	18,7%	23,0%	23,7%	23,3%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13.160	14.522	5.909	10.159	13.835	5.050
MARGEN EBITDA (%)	10,9%	12,6%	5,0%	8,1%	10,2%	9,2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13.160	14.522	5.909	10.159	13.835	5.050
MARGEN EBITDAR (%)	10,9%	12,6%	5,0%	8,1%	10,2%	9,2%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8.477	12.538	3.183	6.775	6.802	3.874
MARGEN EBIT (%)	7,0%	10,9%	2,7%	5,4%	5,0%	7,0%
Gasto Financiero del período	-1.051	-1.230	-2.134	-2.484	-2.327	-825
Impuestos a la renta	-1.501	-2.442	-1.004	870	-1.249	0
UTILIDAD NETA	7.713	8.830	-63	5.532	3.842	3.197
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	5.923	2.130	581	2.240	746	2.480
Capital de Trabajo	10.221	20.108	23.283	20.967	24.615	27.668
Cuentas por Cobrar Comerciales	17.605	15.303	15.949	22.842	25.142	23.360
Inventarios	13.511	24.937	30.787	22.907	24.479	24.434
Cuentas por Pagar Proveedores	20.896	20.132	23.452	24.782	25.006	20.126
Deuda Financiera Total	14.969	19.228	26.048	24.720	24.316	28.673
Otros Pasivos	8.530	9.039	7.130	5.781	6.907	5.309
Patrimonio	23.003	41.123	41.831	47.361	51.203	53.817
Patrimonio Tangible	16.732	35.673	37.107	40.157	40.784	42.428
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	13.160	14.522	5.909	10.159	13.835	5.050
(-) Gasto Financiero del período	-1.051	-1.230	-2.134	-2.484	-2.327	-825
(-) Impuesto a la renta del período	-1.501	-2.442	-1.004	870	-1.249	0
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	10.608	10.850	2.771	8.546	10.259	4.225
(-) Variación Capital de Trabajo	-15.313	-4.351	-4.201	555	-6.206	-6.726
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-4.705	6.500	-1.430	9.101	4.053	-2.501
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.789	65	0	370	616	148
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-102	-108	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	-2.211	26	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	6.126	3.976	-319	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-3.128	-18.070	-6.463	-4.115	-4.332	-300
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	-184	-1.619	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	81	-7.630	-8.319	2.963	-1.256	-2.652
Margen de Flujo de Caja Libre %	0%	-7%	-7%	2%	-1%	-5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-2.700	4.259	6.820	-1.329	-404	4.356
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	745	-454	-40	45	166	20
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	-21	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-1.873	-3.825	-1.539	1.657	-1.494	1.724
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	7.810	5.923	2.130	581	2.240	746
Indicadores						
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	11,09	9,82	2,30	4,44	5,41	6,12
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	11,09	9,82	2,30	4,44	5,41	6,12
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	12,52	11,81	2,77	4,09	5,95	6,12
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	9,55	(2,88)	(0,26)	2,43	4,08	5,76
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1,14	1,32	4,41	2,43	1,76	2,37
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	0,69	1,18	4,31	2,21	1,70	2,16
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	39%	32%	38%	34%	32%	35%
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1,29	1,13	0,37	0,93	0,73	0,62
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0,37)	0,57	(0,16)	0,78	0,27	(0,29)
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,47	(0,62)	(0,85)	0,45	(0,03)	(0,19)
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,53	(0,52)	(0,85)	0,45	(0,02)	(0,19)



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía 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 por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS 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 al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2014.