

Ecuador  
 EMISIÓN OBLIGACIONES

**MODERNA ALIMENTOS S.A.**

**Calificación Inicial**

Descripción	Calif. Inicial
Emisión de Obligaciones	<b>AA</b>

**Resumen Financiero**

(Millones USD)	Dic.13	Oct.14
Activos	107.4	121.3
Ventas	135.7	114.6
Margen EBITDA (%)	10.20	9.27
ROA (%)	3.7	6.9
Deuda Financiera / Capitalización (%)	32	40
CFO / Cargos Fijos	-1.7	-10.7
Reserva en Cash + FCL / Deuda Fin CP	-0.068	-0.47
Deuda Financiera Total /FFO (x)	2.4	3.7

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

**Contactos**

Carlos Ordóñez, CFA  
 (5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Jeanneth Molina, MBA  
 (5932) 226 9767 ext. 110  
[jmolina@bwratings.com](mailto:jmolina@bwratings.com)

**FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió otorgar la calificación de **AA (Doble A)** a la **emisión de obligaciones de Moderna Alimentos S.A.** descrita en este informe. 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 se aprecia un manejo prudente del endeudamiento, el cual varía dentro del año por las necesidades estacionales de 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 positivo del emisor, que desde el 2012 ha mostrado menor volatilidad en su operación, con una recuperación importante de resultados. La consolidación del negocio, el comportamiento favorable del precio de su principal materia prima y la mayor fortaleza en la generación le ha permitido a Moderna disminuir su 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 volatilidad del costo del trigo.

El análisis considera perspectivas conservadoras de crecimiento en el segmento de consumo, por la entrada al mercado ecuatoriano de una empresa multinacional importante, cuyas estrategias locales se empezarán a observar probablemente a partir del próximo año. Aun en un escenario conservador de ventas y resultados, se espera que la empresa esté en capacidad de mantener un nivel de endeudamiento consistente con la calificación otorgada.

Con respecto a la liquidez, esta varía de acuerdo al ciclo de operación, debido a las necesidades de capital de trabajo por compra de inventarios y pago a proveedores. Esto sumado a las inversiones anuales en CAPEX hacen que la empresa requiera generalmente refinanciar una porción importante de su deuda de corto plazo. Este riesgo 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: 28 /Noviembre/2014**

**ESTADOS FINANCIEROS A: 31/ Octubre/ 2014**

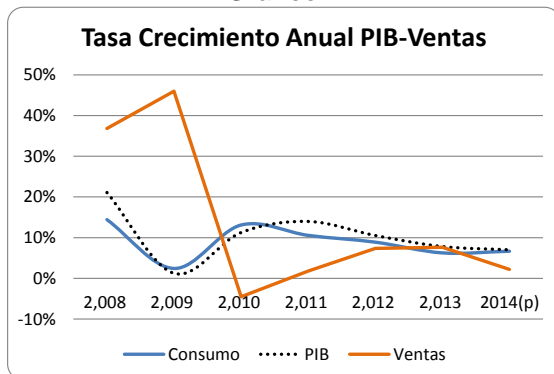
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen 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**

Emisión de Obligaciones			
	Clase A	Clase B	Clase C
Monto emisión (USD)	1,000,000	3,500,000	3,500,000
Plazo	720 días	1800 días	1800 días
Tasa de interés anual	7.5%	8.5%	8.5%
Cupón de interés	trimestral	trimestral	trimestral
Pago de capital	al vencimiento	semestral	semestral
Garantía	General	General	General
Estructurador y colocador	Mercapital Casa de Valores S.A.		
Agente pagador	DECEVALE S.A.		
Represent. Obligacionistas	Bondholder Representative S.A.		
Destino de la emisión	USD 5mm para cancelar pasivos bancario de corto plazo y USD 3mm para inversión en activos fijos.		

▪ **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 en términos corrientes 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 del trigo a nivel internacional varían en función de la oferta y la demanda mundial; de lado de la oferta, esta cambia periódicamente porque depende de la producción agrícola, que fluctúa según las condiciones climáticas, y los ciclos de siembra y cosecha. La demanda fluctúa pero es relativamente inelástica por tratarse de una materia prima utilizada para la producción de alimentos de primera necesidad.

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, se aprecia una tendencia a decrecer en los precios del trigo, y de acuerdo a las previsiones del Banco Mundial publicadas en octubre-2014 esta tendencia podría continuar en el 2015 aunque con menor fuerza y siempre en función de que las cosechas continúen según lo previsto y no exista ningún efecto externo que influya en las mismas.

Si bien 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 a 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.

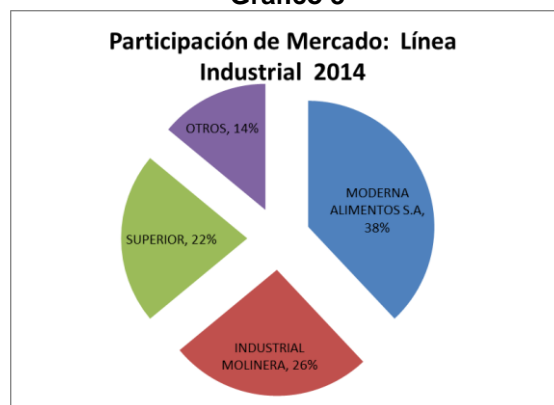
### ▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Moderna Alimentos S.A. es una empresa industrial, líder de mercado, grande por el tamaño de sus activos y volumen de ventas. Se dedica a la elaboración y venta de harina de trigo, fideos, productos de panificación y otros productos alimenticios; tras los procesos de fusión que atravesó en años anteriores, a partir de junio de 2009 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 tres líneas de negocio: la línea industrial, que se refiere a la producción de harina de trigo, materia prima para la elaboración de diversos alimentos; la línea de consumo, que son productos procesados de venta al detalle; y la línea de distribución, constituida por productos importados para el mercado local.

**Gráfico 3**



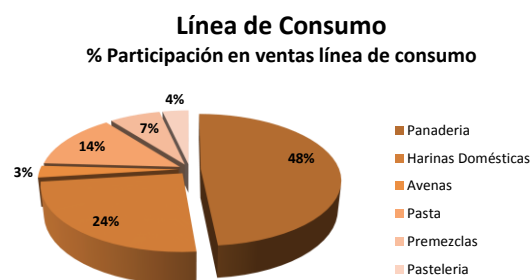
Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Por línea de negocio, el segmento industrial es el más importante, con ventas que representan el 78% del total; de hecho, históricamente esta línea se ha mantenido arriba del 70% de las ventas de la empresa. En dicho nicho, Moderna tiene una participación del 38% en el mercado ecuatoriano.

En la línea de consumo (19% de las ventas totales), los principales productos son los de panadería, harinas domésticas, aceites y avenas; desde luego, esta línea tiene un portafolio diversificado de productos, bien posicionados en cada uno de sus segmentos.

Finalmente, la línea de distribución es pequeña (4% de las ventas) y se ha visto afectada por decisiones de control de importaciones del gobierno central; a futuro podría convertirse en un nicho de crecimiento del negocio.

**Gráfico 4**

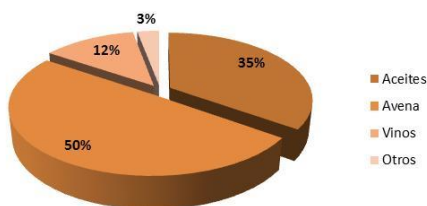


Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

**Gráfico 5**

**Línea de Distribución**

% Participación en ventas línea de distribución



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 seis bodegas propias para el almacenamiento y distribución del producto terminado.

A futuro Moderna Alimentos planea la construcción de una nueva planta para cubrir los crecimientos de la demanda local.

▪ **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:

NOMBRE SOCIOS	Capital al 31 de Octubre de 2014	%
ECUADOR HOLDINGS LTD.	31,638,893	99.99%
MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHAS	2	0.01%
<b>TOTAL</b>	<b>31,638,895</b>	<b>100.0%</b>

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

De momento, el proyecto que consta en las proyecciones del 2015 es la potenciación de la planta panificadora, para ampliar y diversificar la capacidad de producción, inversión que en parte se cubriría con las obligaciones que espera emitir en el mercado de valores a inicios del 2015. Al mismo tiempo, se espera que la capacidad de generación de la empresa le permita generar suficiente flujo para sus necesidades de inversión.

Adicionalmente la empresa planea introducir medidas puntuales para automatizar diversos procesos productivos en sus plantas.

En el mediano plazo, la empresa podría invertir en una nueva planta con la visión de ampliar la producción de la línea de pan, que ha crecido en los últimos años, tiene productos diversificados, bien posicionados y una demanda creciente. Este proyecto se realizaría en función de las oportunidades de mercado. Las proyecciones utilizadas en el análisis consideran una posición conservadora en el crecimiento de ventas frente a años anteriores.

En relación a la línea industrial de harina, la participación de Moderna es estable y continúa como líder de mercado; en consecuencia, las estrategias van dirigidas a mantener los volúmenes de ventas alcanzados, cabe resaltar que es un mercado maduro y altamente competitivo. En este segmento, la empresa planea un mejoramiento en el manejo logístico de los productos.

En la línea de consumo las estrategias están aplicadas en función de cada producto y sus oportunidades de mercado para lograr mayor penetración. Los objetivos de la Administración se enfocan en el crecimiento de esta línea frente a las demás. Actualmente la empresa mantiene el liderazgo en harinas fraccionadas, bajo la marca YA, mientras que en su marca de pan Gourmet, participa con el 15% del mercado, y en la relativamente nueva línea de pastificio, mantiene el reto de conseguir mayor posicionamiento en un mercado altamente competitivo.

La Administración se encuentra trabajando para mejorar los canales de distribución, y llegar a tiendas con productos de consumo, con el fin de captar otros segmentos de la población.

▪ **PERFIL FINANCIERO**

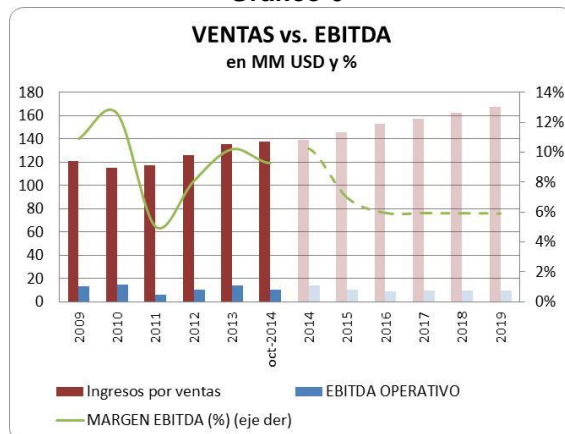
**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados de los períodos 2007 al 2011 por firma KPMG del Ecuador Ltda. bajo Normas NEC (2007-2008) y NIIF (2009-2011).

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

Por último, se utilizaron proyecciones presentadas por la empresa para los años 2014 al 2019, las cuales fueron ajustadas de acuerdo al criterio de la calificadora.

▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

**Gráfico 6**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR.  
Ventas y EBITDA de octubre-2014 anualizadas.

**Gráfico 7**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

Moderna es una empresa con capacidad generadora de flujos operativos, cuyo EBITDA varía en función del comportamiento del precio de su principal materia prima y de los cambios en su mezcla de ventas. El trigo ha mostrado un comportamiento estable desde el 2011 y una tendencia a decrecer desde el 2013, que se refleja en una mejora de la generación operativa de la empresa. La alta volatilidad histórica de la generación se explica también 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.

Moderna mitiga parcialmente el riesgo de volatilidad de su principal materia prima a través de la contratación de futuros sobre trigo; adicionalmente el contar con un accionista que es proveedor internacional le permite acceder a

asesoría en la compra de materia prima y eventualmente podría flexibilizar su financiamiento.

A oct-2014 si bien las ventas no crecieron al nivel esperado, mantuvieron un comportamiento positivo, que aunado al aumento de precios en la línea de panadería, explican la mejoría en el margen bruto; también el bajo costo de la materia prima ha contribuido para que el EBITDA del período sea positivo y creciente. De acuerdo a las proyecciones el margen EBITDA cerraría el año mostrando fortalecimiento. Dentro de nuestro análisis se ha realizado una estimación conservadora del margen para los años 2015 en adelante, considerando el riesgo existente de variaciones en el precio del trigo.

Cabe destacar que el EBITDA de 2013 estuvo afectado por una mayor carga de gasto operativo no recurrente, especialmente gasto administrativo relacionado al cambio del sistema tecnológico del software operativo y que el gasto comercial tuvo mayor incidencia porque se dio una campaña de mercadeo fuerte para el posicionamiento de algunos productos.

La empresa realiza esfuerzos por mantener controlado el nivel de gasto y lograr objetivos de eficiencia. A oct-2014, el gasto operativo absorbe el 16.42% de las ventas, hacia fin de año, la relación llegaría a 17.83%, tras la incorporación de la participación de trabajadores. Frente al 18.68% de la relación en 2013, existe una mejora en los niveles de eficiencia de Moderna especialmente derivada de los menores gastos de comercialización.

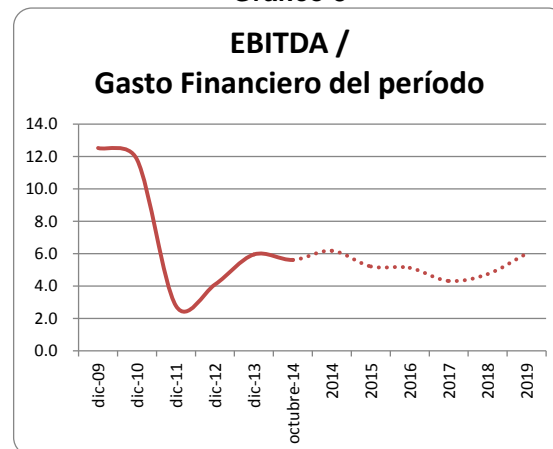
En las proyecciones del 2015 en adelante se han estimado niveles de eficiencia administrativa similares a los del 2013 (sin considerar el gasto de depreciación), y al mismo tiempo se considera la posibilidad de que se retome un gasto de comercialización más elevado, debido a la mayor competencia existente en la línea de consumo y a los esfuerzos de posicionamiento de la línea de pastificio.

Bajo las premisas conservadoras antes indicadas estimamos un EBITDA de USD 14mm para el 2014 y de entre USD 9mm y USD 10mm para los años posteriores.

El EBITDA cubre el gasto financiero del período, en 5.6 veces a octubre-2014, proporción que mejoraría hacia fine este año. En nuestras proyecciones, esperamos que esta cobertura varíe entre 4.3 y 6 veces, en función del comportamiento del margen bruto y de las inversiones de capital

proyectadas en años futuros, que requerirían financiamiento adicional.

**Gráfico 8**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

A oct-2014, la utilidad bruta es USD 6.6MM, para diciembre se espera que el resultado neto sea superior en al menos un 20% al de 2013, como resultado del desempeño positivo del margen bruto, y del menor gasto operativo.

Los índices de rentabilidad a oct-2014 mejoraron y se espera que a dic-2014, la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) sea 8.64% y sobre activos (ROA) fue 4.30%; evidenciando un mejor desempeño de la empresa en 2014. 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	oct-14
Total Activo Corriente	51%	51%	51%	53%	60%
Fondos Disponibles	2%	1%	2%	1%	2%
CxC Comerciales	17%	16%	22%	22%	22%
Inventarios Neto	28%	31%	22%	23%	25%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	1%	0%	0%
Gastos anticipados	3%	2%	4%	6%	9%
Total Activo No Corriente	49%	49%	49%	47%	40%
Propiedades	46%	46%	46%	43%	36%
Inversiones Emp. Relac.	1%	1%	1%	1%	0%
Activos Diferidos	3%	2%	2%	2%	3%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

**PASIVOS**

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	oct-14
Total Pasivo Corriente	40%	36%	38%	41%	45%
Deuda Financiera CP	13%	9%	11%	14%	26%
Deuda Comercial	22%	24%	24%	23%	16%
Otros Pasivos CP	5%	3%	3%	4%	2%
Total Pasivo LP	14%	22%	15%	11%	8%
PATRIMONIO	46%	42%	46%	48%	47%

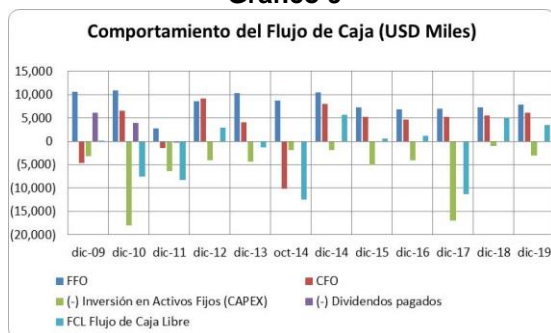
Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

**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, requiere de financiamiento de capital de trabajo relacionado principalmente al abastecimiento de materia prima, y en los últimos años a los impuestos anticipados.

A oct-2014, el flujo operativo neto continúa siendo negativo, debido a los pagos por inventarios, proveedores y gastos anticipados (impuestos), que se refleja en mayor endeudamiento. De acuerdo a las proyecciones para diciembre se reducirán los requerimientos de capital de trabajo, y la deuda financiera podrá reducirse, para terminar en un nivel menor en 16% al saldo del 2013.

**Gráfico 9**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

Como se puede observar en el gráfico anterior, 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. Desde 2012 esta inversión anualmente ha estado sobre los USD 4 MM.

Hasta octubre de 2014 la inversión en CAPEX es de alrededor de USD 1.9MM, entre inversiones de mantenimiento y repotenciación de las plantas, cifra que no aumentaría en lo que queda del año; en consecuencia no se esperan presiones adicionales de financiamiento, sino más bien una mejoría de

los flujos como resultado de la liberación de capital de trabajo.

Moderna cuenta con endeudamiento financiero local y con deuda de largo plazo con organismos multilaterales; la proporción de deuda financiera de corto plazo varía dentro del año en función de la deuda financiera de corto plazo que se adquiere con instituciones financieras y el programa de papel comercial, para financiar los requerimientos estacionales de capital de trabajo. Actualmente el 83% de la deuda es exigible en el corto plazo (menos de un año) aunque hacia fines de año se esperaría que disminuya a 74%.

La emisión de obligaciones a emitirse a inicios del 2015 disminuiría esta relación al 64%, y en años posteriores su evolución dependerá de la posibilidad de renovar las operaciones de largo plazo que vencen en el año 2017.

La deuda bancaria se contrata con instituciones locales, en condiciones tales como: créditos reprogramables, plazos hasta 90 días, líneas de crédito abiertas, con garantías reales, y ayudan a cubrir sus requerimientos estacionales de capital de trabajo.

Moderna cuenta también con financiamiento del IFC y el IIC, organismos conexos al Banco Mundial, son préstamos de largo plazo, que cuentan con fideicomisos de garantía y condiciones específicas, como el no reparto de dividendos. Adicionalmente, dispone de una línea de largo plazo (crédito sindicado), que vence en 2016, empleado para compra de una planta molinera, que ya está en funcionamiento y generando réditos.

**Deuda Financiera: Vencimientos**

al 31 de octubre de 2014	Miles USD
Hasta un año	31,991
Hasta dos años	4,132
Hasta tres años	2,319

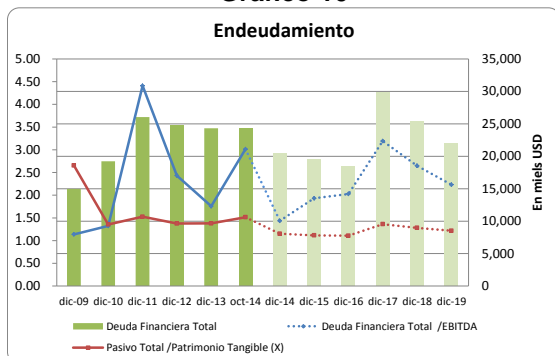
Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

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, la Administración estima que este otorgaría facilidades de financiamiento, si Moderna así lo requiere.

Moderna es capaz a ciclo cerrado de mantener niveles de endeudamiento estables; durante el año el endeudamiento bancario varía en función de las necesidades de capital de trabajo, mientras la deuda con proveedores disminuye; hacia final de año, la generación propia de la empresa (que

alcanza su punto más alto hacia el cuarto trimestre) sirve para cancelar parte de la deuda financiera.

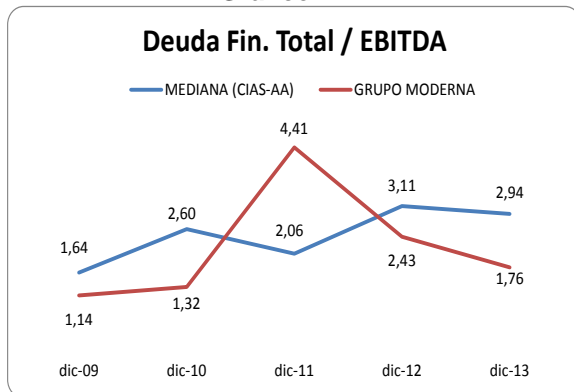
**Gráfico 10**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

Luego del 2011 y tras la consolidación de la operación, los índices de endeudamiento, tanto sobre el EBITDA como sobre el patrimonio tangible, muestran una tendencia a disminuir, aunque a partir del 2015 se espera que se incrementen en la medida en que se concreten los proyectos de inversión de la empresa. El nivel de endeudamiento actual y esperado es consistente con la calificación otorgada a esta emisión.

**Gráfico 11**



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR  
\*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

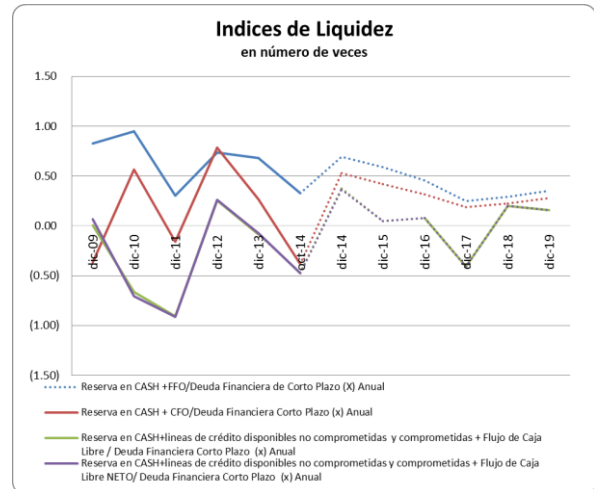
Moderna ha demostrado capacidad de generación operativa y ha podido disminuir el endeudamiento global, aun considerando el ciclo del negocio, que hace que requiera por momentos financiar mayor volumen de inventarios. Indicadores menores de endeudamiento favorecen al emisor, pues con una posición financiera más flexible, puede cubrir los riesgos propios como la volatilidad y estacionalidad del manejo de capital de trabajo, y su generación operativa.

El índice de deuda financiera frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable, con una tendencia a decrecer gracias al

crecimiento del patrimonio con la incorporación del 100% de las utilidades generadas.

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**

**Gráfico 13**



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. A la fecha de análisis, el Flujo de Fondos Operativo (FFO) no cubre el requerimiento de capital de trabajo del ciclo; de modo que esta variación debió ser financiada con deuda adicional.

Dados los requerimientos operativos del ciclo del negocio, la deuda de corto plazo debió ser refinanciada y contratarse financiamiento adicional, para cubrir las necesidades de flujo operativo y el requerimiento de CAPEX hasta oct-2014. De acuerdo a las proyecciones, el CFO se volvería positivo al cierre de 2014 y en 2015 y la emisión de obligaciones mejoraría la estructura de plazos del pasivo; sin embargo, a partir del año 2016 los requerimientos de inversión en CAPEX volverían los niveles de liquidez, especialmente si es que la deuda de largo plazo no se refinancia nuevamente a plazos mayores a un año.

De acuerdo a las proyecciones el flujo operativo mejorará como resultado del volumen del negocio y luego de la variación de capital de trabajo podría cubrir los requerimientos de inversión del 2014, y adicionalmente pagar un tercio de la deuda total vigente a inicios de año, sin requerir nuevos crecimientos de deuda hasta 2017, cuando se proyectan nuevas inversiones en CAPEX.

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	oct-14
Activo Líquido (USD M)	2,280.63
Activo Ajustado (USD M)	106,373.21
Activo Total (USD M)	121,336.74

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtía General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	5,410.97	5,410.97	0.42	19.66
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	18,441.85	23,852.83	0.10	4.46
3era	Deuda sin garantía específica de balance	40,225.57	64,078.40	0.04	1.66
<b>TOTAL</b>		<b>64,078.40</b>	<b>64,078.40</b>	<b>0.04</b>	<b>1.66</b>

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 de la emisión propuesta

La emisión objeto de esta calificación, cuenta con los siguientes resguardos:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
- Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), 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 a o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en los artículos 11 y 13, del Capítulo III, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Regulación de Política Monetaria.

La Compañía se compromete además a mantener los siguientes índices financieros mientras esté vigente la emisión de obligaciones de largo plazo:

- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 1.5
- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / EBITDA durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2.5.
- Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 2.0.

El cumplimiento de estos indicadores se deberá por tanto verificar desde el momento que se realice la emisión primaria.

### 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, y los títulos han tenido aceptación entre los inversionistas. Actualmente, Moderna únicamente mantiene un programa de papel comercial en el mercado de valores por USD 10MM, que fue autorizado el 25 de abril de 2014 a través la resolución SC.IRQ.DRMV.2014.01634, y que actualmente mantiene una calificación de AA otorgada por BankWatch Ratings.

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.



### MODERNA ALIMENTOS

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	oct-14
<b>Resumen de Resultados</b>						
Ventas	120,820	115,357	117,414	126,045	135,682	114,611
% crecimiento	46.0%	-4.5%	1.8%	7.4%	7.6%	1.4%
MARGEN BRUTO (%)	19.3%	27.2%	18.7%	23.0%	23.7%	23.5%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,160	14,522	5,909	10,159	13,835	10,628
MARGEN EBITDA (%)	10.9%	12.6%	5.0%	8.1%	10.2%	9.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,160	14,522	5,909	10,159	13,835	10,628
MARGEN EBITDAR (%)	10.9%	12.6%	5.0%	8.1%	10.2%	9.3%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8,477	12,538	3,183	6,775	6,802	8,123
MARGEN EBIT (%)	7.0%	10.9%	2.7%	5.4%	5.0%	7.1%
Gasto Financiero del período	-1,051	-1,230	-2,134	-2,484	-2,327	-1,895
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	6,639
<b>Resumen Balance</b>						
Caja y Equivalentes de Caja	5,923	2,130	581	2,240	746	2,281
Capital de Trabajo	10,221	20,108	23,283	20,967	24,615	37,314
Cuentas por Cobrar Comerciales	17,605	15,303	15,949	22,842	25,142	27,246
Inventarios	13,511	24,937	30,787	22,907	24,479	29,733
Cuentas por Pagar Proveedores	20,896	20,132	23,452	24,782	25,006	19,665
Deuda Financiera Total	14,969	19,228	26,048	24,720	24,316	38,442
Otros Pasivos	8,530	9,039	7,130	5,781	6,907	5,972
Patrimonio	23,003	41,123	41,831	47,361	51,203	57,259
Patrimonio Tangible	16,732	35,673	37,107	40,157	40,784	42,295
<b>Resumen Flujo de Caja</b>						
EBITDA OPERATIVO	13,160	14,522	5,909	10,159	13,835	10,628
(-) Gasto Financiero del período	-1,051	-1,230	-2,134	-2,484	-2,327	-1,895
(-) 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	8,733
(-) Variación Capital de Trabajo	-15,313	-4,351	-4,201	555	-6,206	-18,922
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-4,705	6,500	-1,430	9,101	4,053	-10,189
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,789	65	0	370	616	410
(-) 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	-1,895
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	-184	-1,619	-836
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	81	-7,630	-8,319	2,963	-1,256	-12,510
Margen de Flujo de Caja Libre %	0%	-7%	-7%	2%	-1%	-11%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-2,700	4,259	6,820	-1,329	-404	14,126
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	745	-454	-40	45	166	-81
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	1,535
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	7,810	5,923	2,130	581	2,240	746
<b>Indicadores</b>						
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	11.09	9.82	2.30	4.44	5.41	5.61
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing+div preferentes) flexibilidad	11.09	9.82	2.30	4.44	5.41	5.61
EBITDAR/cargos fijos(intereses, div preferentes y cuota leasing del período)(x)	12.52	11.81	2.77	4.09	5.95	5.61
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	9.55	(2.88)	(0.26)	2.43	4.08	4.61
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1.14	1.32	4.41	2.43	1.76	3.01
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	0.69	1.18	4.31	2.21	1.70	2.84
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	39%	32%	38%	34%	32%	40%
Reserva en CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.83	0.95	0.30	0.74	0.68	0.33
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.37)	0.57	(0.16)	0.78	0.27	(0.38)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / D	0.01	(0.67)	(0.91)	0.26	(0.08)	(0.47)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre N	0.06	(0.71)	(0.91)	0.26	(0.07)	(0.47)



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.