

Ecuador
 Emisión Obligaciones y
 Papel Comercial

MODERNA ALIMENTOS S.A.

Calificación

Emisiones	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
2da. Emisión P/C USD 10 MM	AA	NR	NR
Emisión Ob. USD 8 MM	AA	NR	NR

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)	Dic.14	Mar.15
Activos	107.0	106.9
Ventas	138.0	34.1
Margen EBITDA (%)	8.68	11.71
ROA (%)	3.3	11.6
Deuda Financiera/Capitalización (%)	39	38
CFO / Cargos Fijos	-2.3	1.9
Reserva en Cash + FCL / Deuda Fin CP	-0.32	0.11
Deuda Financiera Total /FFO (x)	5.4	2.6

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

Lorena Oliva
 (5932) 226 9767 ext. 108
loliva@bwratings.com

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener en **AA (Doble A)** la calificación de las emisiones descritas de Moderna Alimentos S.A. La decisión del Comité se fundamentó en la capacidad del emisor de generar un EBITDA positivo, respaldado en un negocio con volumen de ventas estable, con demanda predecible, siendo líder de mercado y en una industria alimenticia menos sensible a los cambios macro, en comparación a otras. La calificación también incorpora el riesgo de volatilidad del precio de la materia prima, el cual afecta directamente al margen y al flujo operativo.

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.

Moderna es una empresa que se desempeña en una industria madura, y como líder de mercado, no se espera un incremento en la participación de su principal línea, que es la harina industrial, pero sí compete y diversifica ventas a través de otras líneas como la del pan empacado. En ciclos en los que la materia prima mantiene un precio bajo, la empresa puede aprovechar este factor para incrementar el margen y los resultados operativos, como ha sido el caso en el último semestre analizado. Aun con proyecciones de generación de flujos conservadoras, bajo un escenario normal y predecible, a partir de los resultados preliminares del primer trimestre del 2015, se espera que el EBITDA alcance en este año un volumen algo mayor al del 2014.

En el 2014, el nivel de endeudamiento financiero no disminuyó, a pesar de que la empresa generó un flujo operativo suficiente, la decisión estratégica de hacer un pago mayor a los proveedores para aprovechar la ventaja del precio bajo del trigo en el momento, además, para mantener una deuda local en lugar del endeudamiento en el exterior en dólares, hizo que el indicador de deuda sobre EBITDA sea similar a los históricos.

El escenario analizado en la proyección considera una baja rotación de las cuentas por pagar a proveedores, y un nivel de endeudamiento financiero que posiblemente se podría incrementar, cuando la empresa implemente su plan de inversión en activos fijos. La calificación incorpora la flexibilidad que tendría la empresa de ampliar su financiamiento comercial en caso de requerirlo.

FECHA COMITE: 29 / Mayo /2015

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/ Marzo/ 2015

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.



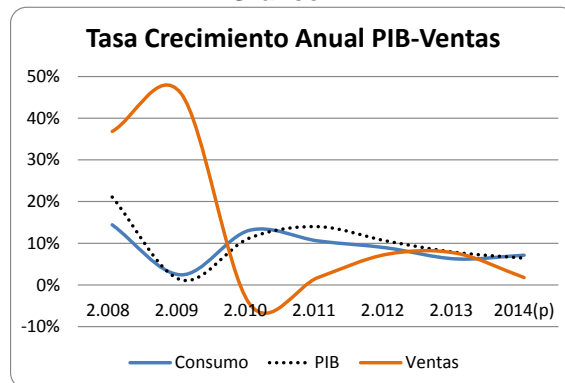
▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Moderna Alimentos S.A.
Monto Total Emisión:	USD 8,000,000
	Serie A: USD 1,000,000
	Serie B: USD 3,500,000
	Serie C: USD 3,500,000
Monto en Circulación:	USD 8,000,000
Fecha Aprobación SIC:	28-ene-15
Fecha 1ra Colocación:	23-feb-15
Fecha Vencimiento:	23-feb-20
Plazo:	Serie A: 720 días
	Serie B: 1800 días
	Serie C: 1800 días
Cupón de Interés:	trimestral
Pago de Capital:	Serie A: al vencimiento
	Serie B: semestral
	Serie C: semestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos e inversión en activos fijos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A
Agente Pagador :	DECEVALE S.A
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

Segunda Emisión Papel Comercial	
Emisor:	Moderna Alimentos S.A.
Monto Total Programa:	USD 10,000,000
Monto en Circulación:	USD 8,476,000
Saldo Insoluto:	USD 8,476,000
No. Resolución:	SC.IRQ.DRMV.2014.01634
Fecha Aprobación SIC:	25-abril-2014
Fecha Colocación:	19-mayo-2014
Fecha Vencimiento:	8-mayo-2016
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 Estructurador y Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	Moderna Alimentos S.A. a
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

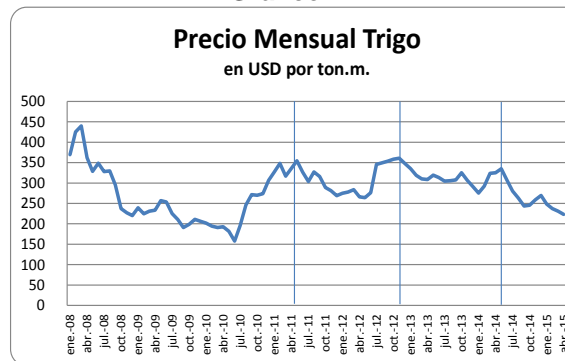
▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Gráfico 1



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

Gráfico 2



Fuente: Indexmundi
Elaboración: BWR

El crecimiento económico del Ecuador en el 2014 llegó a un ritmo de 6.43% anual (en términos corrientes), que significó la menor tasa de los últimos cinco años. Según varios expertos, el crecimiento esperado del producto interno bruto (PIB) estaría en un rango de 1% a 2% (en cifras constantes) en el 2015, lo cual sumado a la inflación estimada de 3%, en términos reales podría crecer en 5%; es decir, la perspectiva es que exista una desaceleración económica en el presente año, en especial por la baja de la cotización del precio del petróleo.

Existen sectores económicos más afectados que otros, en este sentido, normalmente el segmento alimenticio es menos sensible; este tiene un comportamiento relacionado al Consumo de hogares en general, del cual también se espera un menor ritmo de crecimiento en comparación a otros períodos.

Dentro del sector alimentos, el de la industria molinera, al que pertenece el emisor, se considera que es uno de los que podrían mantener una demanda más estable y menor impacto, al ser productos de alto uso y bajo nivel de sustitución.



La industria molinera en Ecuador es madura, está concentrada en pocos participantes grandes, lo que genera un alto grado de competencia, de forma que el manejo de precios está limitado, especialmente en lo que se refiere al precio de venta de la harina de trigo, que es base para hacer los productos de panadería.

En este sentido, no existe mayor flexibilidad para que las empresas de la industria puedan ganar mayor participación de mercado, sino que básicamente tanto volúmenes como precios crecen a nivel de crecimiento poblacional o inflación.

Al ser el pan un producto de consumo masivo y que está estrechamente relacionado a la harina de trigo, el Gobierno ha regulado precios, a través de ciertas restricciones, y la imposición de aranceles. En el 2015, no se ha fijado nuevas cargas arancelarias al trigo importado, de forma que tampoco se espera un movimiento de precio de la harina.

El trigo, principal materia prima, es importado en más del 90%, el Ecuador no lo produce en cantidades suficientes para abastecer la demanda interna, sobre todo porque requiere de condiciones climáticas que no se dan en el país.

Como se puede observar en el gráfico 2, el precio internacional del trigo ha permanecido con una tendencia a la baja desde el mes de abril del 2014, lo cual influye directamente en los costos de producción y en el margen bruto de las empresas en la industria.

La perspectiva en relación al precio para el año 2015 es estable, y al menos hasta el tercer trimestre del año se espera que se mantenga la tendencia a la baja, de forma que se puede prever que el margen se mantenga en niveles similares al actual.

No obstante, la industria tiene como factor de riesgo a la volatilidad del precio del trigo, que al ser un *commodity*, depende de las condiciones meteorológicas en las temporadas de siembra y cosecha; además, existe también influencia de los grandes fondos de inversión, que con su demanda o cierre de posiciones, pueden afectar en el precio.

Por otra parte, 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.

Los productos elaborados derivados de la harina de trigo tienen un mercado más diversificado en relación al número de competidores, características,

precios y calidad, de forma que en este existen mayores oportunidades de crecimiento. 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, del cual Moderna ya dejó de ser partícipe, enfocándose en el pan empaçado.

▪ **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 y creciente en el año 2014.

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.

Por línea de negocio, el segmento industrial es el más importante, con ventas que representan el 77% del total; de hecho, históricamente esta línea se ha mantenido arriba del 70% de las ventas de la empresa.

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

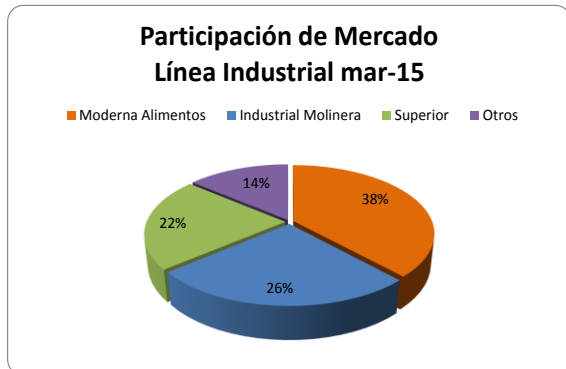
Finalmente, la línea de distribución es pequeña (2% de las ventas a marzo 2015) y se ha visto afectada por decisiones de control de importaciones del Gobierno central; de estos productos algunos mantienen un crecimiento interesante, otros posiblemente dejen de ser distribuidos por el emisor, dadas las restricciones.

Moderna Alimentos cuenta actualmente con cinco plantas molineras, incluyendo la más grande del país ubicada en la ciudad de Manta. Las plantas

molineras 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.

Según información del emisor e información estadística publicada por la Superintendencia de Compañías, Moderna es el principal competidor de la industria molinera en el país, con una participación del 38% del mercado, y ventas totales que superan los USD 130 MM en el 2014.

Gráfico 3

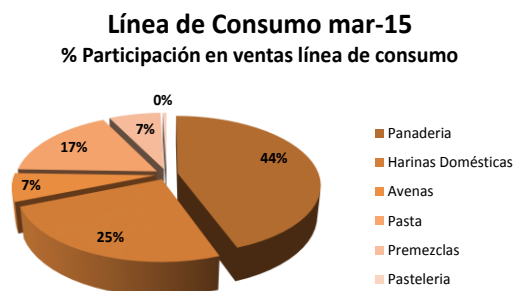


Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

RAZÓN SOCIAL	INGRESOS 2013 (en miles USD)
MODERNA ALIMENTOS S.A.	136.742
INDUSTRIAL MOLINERA CA	83.967
MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA	77.545
GRUPO SUPERIOR S.A.	62.476
MOLINOS POULTIER SA	15.140

Fuente: Estadísticas Superintendencia de Compañías Elaboración: BWR
*Ingresos brutos. **Competidores en la línea de harina industrial.

Gráfico 4



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

▪ 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, como indica el siguiente cuadro:

NOMBRE SOCIOS	Capital en USD	%
ECUADOR HOLDINGS LTD.	31.638.893	99,99%
MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA	2	0,01%
TOTAL	31.638.895	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 en períodos determinados, 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 periódicamente al accionista las cifras financieras.

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, para aprovechar una

baja coyuntural de precios, o en otros casos, para inversión en CAPEX.

En el corto plazo, las proyecciones analizadas consideran una inversión en activos fijos en el 2015, que se refiere a la potenciación de la planta panificadora, para ampliar y diversificar la capacidad de producción, que en el último tiempo ha llegado al 100%; inversión que podría requerir endeudamiento adicional.

A partir del 2016, está previsto que Moderna invierta en una nueva planta panificadora, dado que las ventas del pan empacado han crecido en los últimos años, tienen productos diversificados, bien posicionados y una demanda relativamente inelástica. Este proyecto se realizaría en los siguientes dos años, con financiamiento específico y de largo plazo.

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, en un mercado de alta competencia.

A futuro, en el segmento de harinas, planean un mejoramiento en el manejo logístico para automatizar los procesos de carga y descarga de productos.

En la línea de consumo las estrategias están aplicadas en función de cada producto y sus oportunidades de mercado para lograr mayor penetración.

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.

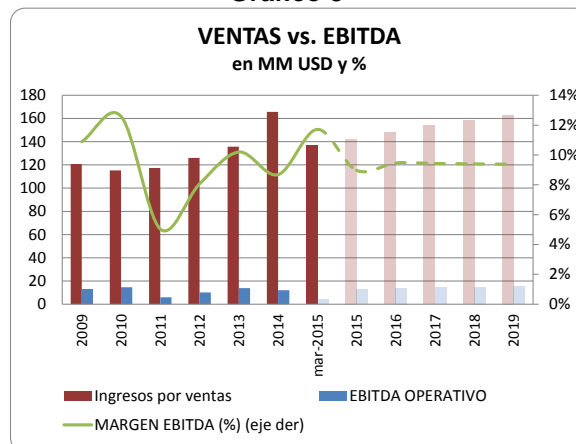
PERFIL FINANCIERO

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, 2013 y 2014, la misma que no presenta salvedades. Además, estados financieros interinos no auditados y demás información con corte a marzo 2015, bajo norma NIIF.

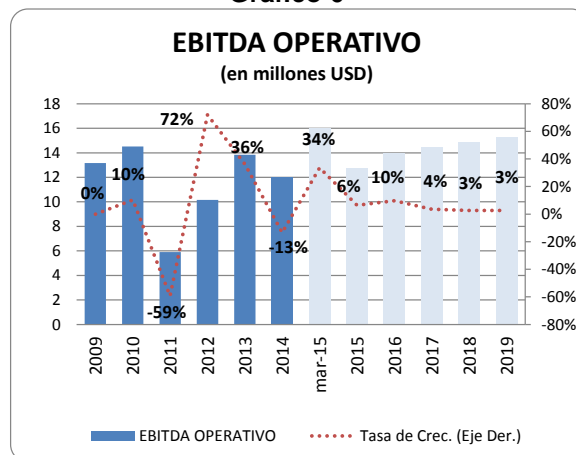
Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 5



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Gráfico 6



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

La generación de flujos operativos de Moderna ha sido positiva y creciente en la mayoría de años analizados, con excepción del 2011 cuando hubo una contracción del EBITDA relacionado a los procesos de fusión de la empresa y a un momento de ajuste de ventas, que fue recuperado en años posteriores.

En el año 2014, las ventas alcanzadas por la compañía fueron de USD 138 MM, que significó un incremento modesto de 1.77% anual. Al ser una empresa madura, en un mercado con alta competencia, estaba previsto que el crecimiento del volumen de ventas sea bajo, en especial en el segmento de harina industrial, donde el emisor es líder y hay limitación para realizar aumentos de precios. Las ventas de las otras líneas, algunas con un ritmo de crecimiento del 20%, aun con una menor participación en las ventas totales, contribuyen a una mayor diversificación.



El primer trimestre del año 2015, que estacionalmente es un período de menores ventas, de igual forma muestra una contracción de ventas anualizadas de -1%, sin embargo, sí muestra crecimiento en la comparación marzo-2014 a marzo-2015. La proyección para los próximos dos años considera un crecimiento moderado de ventas de 3% y 4% anual.

La influencia del precio internacional del trigo, con una tendencia a la baja más marcada desde septiembre 2014, ha representado una disminución del costo de ventas, por ende una mejora significativa del margen bruto. El margen pasó de 23.69% a diciembre 2013 a 27.28% al finalizar el año 2014, y se mantiene un margen más alto hasta marzo 2015.

A pesar de lo indicado anteriormente y que, según el comportamiento actual del precio del trigo, se puede prever que el margen se mantenga en 26%, la proyección utilizada es más conservadora y considera un estimado de 25% que toma en cuenta la sensibilidad de este al precio internacional del trigo.

El negocio de Moderna es sensible a los cambios en los costos de la materia prima, riesgo que en el corto plazo estaría mitigado por un comportamiento que se prevé estable y a la baja.

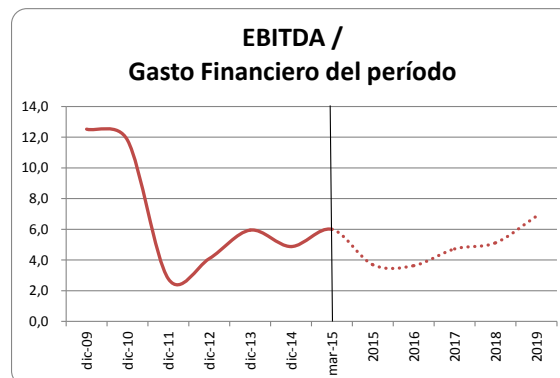
En relación a los gastos operativos, estos muestran un crecimiento anual de 15% a diciembre 2014, dentro de los cuales la mayor participación la tienen los gastos comerciales. El peso del gasto a diciembre 2014 fue del 21% de las ventas totales. La empresa realiza esfuerzos por mantener controlado el nivel de gasto y lograr objetivos de eficiencia. En los períodos proyectados se considera que esta relación pueda mantenerse en niveles similares.

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.

El EBITDA históricamente ha cubierto el gasto financiero, mostrando una flexibilidad financiera con una cobertura promedio de 5 veces, en los últimos años, con excepción del período 2011, cuando la empresa tuvo una generación más baja. A marzo 2015, la empresa cubre en 6 veces el gasto financiero del período con su EBITDA, y según las proyecciones se espera que este nivel de cobertura

se contraiga hasta cuatro veces en los siguientes dos años, por el incremento de deuda previsto para financiar nuevas inversiones.

Gráfico 7



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

En el 2014, se registra un incremento importante del impuesto a la renta del año, que llegó a un monto de USD 3 MM. De este valor, USD 1.2 MM corresponde a gasto corriente, y USD 1.8 MM se dan por el registro del impuesto diferido (no flujo) debido a un cambio en la regulación tributaria vigente.

Después del gasto de impuesto, la utilidad neta de la compañía fue USD 3.5 MM en el 2014, y a marzo 2015, alcanza una utilidad neta de USD 3.1 MM (resultado previo a participación de trabajadores e impuesto a la renta). Si bien el resultado a marzo es casi el mismo al alcanzado en el 2014, y se podría esperar un incremento significativo de la utilidad en este año según los resultados preliminares del primer trimestre, la proyección de utilidades para el 2015 y 2016 considera escenarios más conservadores.

▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Total Activo Corriente	51%	51%	53%	55%	55%
Fondos Disponibles	1%	2%	1%	2%	3%
CxC Comerciales	16%	22%	22%	19%	18%
Inventarios Neto	31%	22%	23%	25%	27%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	2%	4%	6%	7%	6%
Total Activo No Corriente	49%	49%	47%	45%	45%
Propiedades	46%	46%	43%	41%	42%
Inversiones Emp. Relac.	1%	1%	1%	1%	1%
Activos Diferidos	2%	2%	2%	3%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

PASIVOS

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Total Pasivo Corriente	36%	38%	41%	39%	32%
Deuda Financiera CP	9%	11%	14%	28%	24%
Deuda Comercial	24%	24%	23%	8%	5%
Otros Pasivos CP	3%	3%	4%	4%	3%
Total Pasivo LP	22%	15%	11%	10%	14%
PATRIMONIO	42%	46%	48%	51%	54%

Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Moderna Alimentos es una empresa con capacidad de generación de flujos operativos, una industria cíclica y con volatilidad de precios de la materia prima. A nivel de flujo de fondos operativos, la empresa ha tenido históricamente capacidad de cubrir sus gastos financieros y de impuestos, de forma que el FFO ha sido positivo. Es en la variación de capital de trabajo donde en mayor medida se presentan montos que cambian conforme a los requerimientos, en especial de inventarios y pagos a los proveedores, de la compañía.

Por ese motivo, el Flujo de caja operativo (CFO) es negativo en algunos períodos y depende de cómo sean las políticas y estrategias de Moderna.

A diciembre 2014, el CFO fue negativo debido a los pagos anticipados a proveedores para aprovechar un abastecimiento de inventario futuro con precios más bajos, lo que repercute directamente en el margen. La empresa aplica una estrategia de disminución de la deuda comercial con el proveedor del exterior, y reemplaza el financiamiento con préstamos locales con bancos y mercado de valores, lo que reduce su posición de deuda en dólares con el exterior.

Si bien Moderna cuenta normalmente con 80 días de financiamiento de proveedores, al mes de diciembre 2014 y marzo 2015, los días de proveedores se reducen hasta 25 días promedio. Esto por una política de la Administración, que la empresa espera mantener en el corto y mediano plazo.

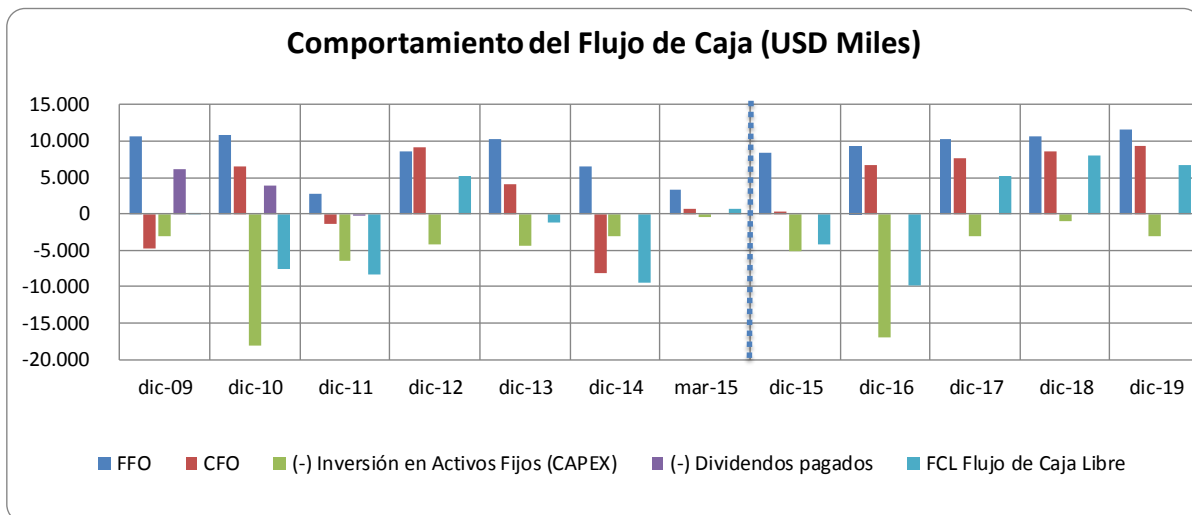
En este sentido, la proyección considerada en el análisis se ha realizado con 25 días promedio de financiamiento comercial, de forma que el endeudamiento de corto plazo se mantiene a niveles similares a los del 2014. No obstante, se estima que la empresa tiene un mitigante al riesgo en la línea comercial de su proveedor-accionista, que podría ser utilizada en un momento de necesidad de liquidez.

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. Desde 2012 esta inversión ha estado sobre los USD 4 MM anual.

En el 2015 se prevé una inversión en la repotenciación de las plantas por USD 5 MM, y para el año 2016 y 2017 una inversión de cerca de USD 20 MM, para una nueva planta panificadora. Esta última, contaría con financiamiento específico de un organismo financiero local o del exterior, sería una deuda de largo plazo, y se esperaría a una tasa de interés conveniente.

Moderna cuenta con endeudamiento financiero local y con deuda de organismos multilaterales; a marzo 2015, el 72% de la deuda financiera es de corto plazo, dicha porción incluye deuda con

Gráfico 8



Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

CORPORATIVO

bancos locales y mercado de valores

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, con el fin de cubrir sus requerimientos de capital de trabajo.

Deuda Financiera: Vencimientos

al 31 de marzo de 2015	Miles USD
Hasta un año	25.283
Hasta dos años	3.922
Hasta tres años	6.050

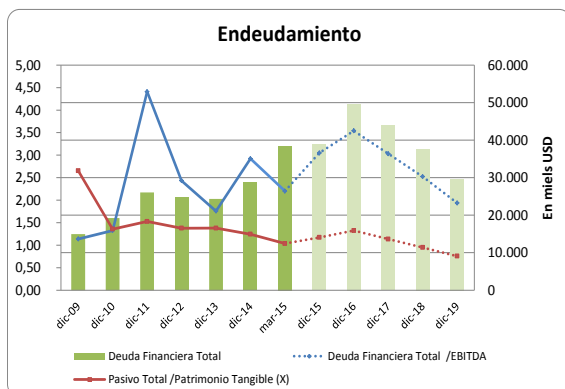
Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Moderna cuenta también con financiamiento del IFC y el IIC, organismos conexos al Banco Mundial, a través de préstamos de largo plazo, que cuentan con fideicomisos de garantía y condiciones específicas, como el no reparto de dividendos. Con estos organismos, la empresa mantiene compromisos de control del nivel de endeudamiento (covenant), que deben ser mantenidos hasta el vencimiento (segundo trimestre 2017).

Adicionalmente, dispone de una línea de largo plazo (crédito sindicado), que vence en 2016, empleado para la compra de una planta molinera, que ya está en funcionamiento y generando réditos.

Como se ve en el gráfico 9, 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 o comercial, según la estrategia de la Administración.

Gráfico 9

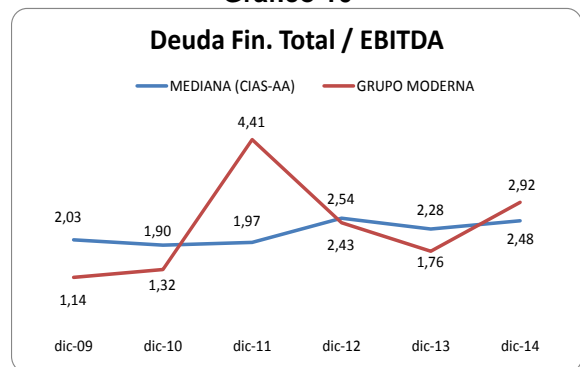


Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

Frente a 2011 (fusión) y tras la consolidación de la operación, los índices de endeudamiento, tanto sobre el EBITDA como sobre el patrimonio tangible, han disminuido aun considerando los períodos interinos.

La deuda financiera total sobre el EBITDA a marzo 2015 muestra un indicador de 2.20:1, y se espera que llegue alrededor de 3:1 hasta finalizar el año 2015. Para los períodos 2015 y 2016, la proyección estima que el nivel de endeudamiento sobre EBITDA se incremente en función del período de expansión en CAPEX, pero se estima que sería un aumento coyuntural.

Gráfico 10



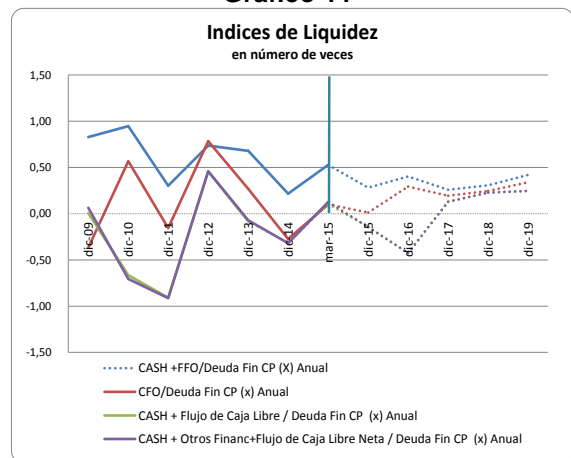
Fuente: Moderna Alimentos Elaboración: BWR

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

El índice de deuda financiera frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable, y se ha reducido en el tiempo gracias a 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 las necesidades propias del negocio, donde en momentos de mayor provisión de materia



prima, la liquidez se contrae por el pago con excedente a los proveedores. En el cierre del 2014, el Flujo de Fondos Operativo (FFO) no cubrió la variación del capital de trabajo del ciclo, que fue negativa en USD 14.5 MM, influenciada especialmente por el pago anticipado de inventarios, y la reducción de la deuda con proveedores.

La deuda de corto plazo debió ser refinanciada y contratarse financiamiento adicional por USD 10 MM, para cubrir las necesidades de flujo operativo y el requerimiento de CAPEX del período 2014. A marzo 2015, el FFO sí cubre la variación del capital de trabajo de forma que el flujo operativo fue positivo, y la empresa al momento muestra una posición de liquidez más holgada.

En las proyecciones se considera que la empresa requerirá refinanciar la deuda de corto plazo y contratar deuda adicional, sobretodo para cubrir las inversiones nuevas de CAPEX en los siguientes dos años. Se estima que a partir del 2017, una vez realizados los gastos en la planta, Moderna tendría la capacidad de incrementar sus flujos operativos y disminuir en alguna medida la deuda financiera.

El escenario proyectado es un escenario conservador; si la Administración cambiara de estrategia y se aumentaran los días de rotación de proveedores, el requerimiento de deuda financiera sería menor, y los indicadores de liquidez estarían menos presionados.

Dada la posición de la empresa, y su capacidad operativa, en circunstancias previsibles y condiciones normales de mercado, se estima que el riesgo de refinanciamiento es bajo. Se estima que Moderna contaría 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	mar-15
Activo Líquido (USD M)	3.332,55
Activo Ajustado (USD M)	97.515,90
Activo Total (USD M)	106.959,27

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	8.263,51	8.263,51	0,40	11,80
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	18.999,23	27.262,73	0,12	3,58
3era	Deuda sin garantía específica de balance	22.372,02	49.634,76	0,07	1,96
TOTAL		49.634,76	49.634,76	0,07	1,96

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 de Papel Comercial:

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

- Mantener durante la vigencia del programa un nivel de inventario equivalente al menos al 30% del monto de obligaciones en circulación.
- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 1.50.
- No repartir dividendos durante la vigencia del programa.
- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / EBITDA durante la vigencia del programa igual o menor a 2.50.

Hemos recibido por parte del estructurador de la emisión, el certificado de cumplimiento de los resguardos con corte a marzo del 2015, en el que se indica que el emisor cumple con los mismos.

De la emisión de obligaciones:

- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 1.50.
- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / EBITDA durante la vigencia del programa igual o menor a 2.50.
- Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 2.0.

**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 las analizadas 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.

MODERNA ALIMENTOS

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Resumen de Resultados							
Ventas	120.820	115.357	117.414	126.045	135.682	138.078	34.179
% crecimiento	46,0%	-4,5%	1,8%	7,4%	7,6%	1,8%	-1,0%
MARGEN BRUTO (%)	19,3%	27,2%	18,7%	23,0%	23,7%	27,3%	26,3%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13.160	14.522	5.909	10.159	13.835	11.988	4.004
MARGEN EBITDA (%)	10,9%	12,6%	5,0%	8,1%	10,2%	8,7%	11,7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13.160	14.522	5.909	10.159	13.835	11.988	4.004
MARGEN EBITDAR (%)	10,9%	12,6%	5,0%	8,1%	10,2%	8,7%	11,7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8.477	12.538	3.183	6.775	6.802	8.639	3.863
MARGEN EBIT (%)	7,0%	10,9%	2,7%	5,4%	5,0%	6,3%	11,3%
Gasto Financiero del período	-1.051	-1.230	-2.134	-2.484	-2.327	-2.458	-668
Impuestos a la renta	-1.501	-2.442	-1.004	870	-1.249	-3.062	0
UTILIDAD NETA	7.713	8.830	-63	5.532	3.842	3.593	3.111
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	5.923	2.130	581	2.240	746	1.922	3.333
Capital de Trabajo	10.221	20.108	23.283	20.967	24.615	39.468	42.312
Cuentas por Cobrar Comerciales	17.605	15.303	15.949	22.842	25.142	20.821	18.953
Inventarios	13.511	24.937	30.787	22.907	24.479	26.754	28.818
Cuentas por Pagar Proveedores	20.896	20.132	23.452	24.782	25.006	8.108	5.459
Deuda Financiera Total	14.969	19.228	26.048	24.720	24.316	35.024	35.255
Otros Pasivos	8.530	9.039	7.130	5.781	6.907	9.729	8.921
Patrimonio	23.003	41.123	41.831	47.361	51.203	54.213	57.324
Patrimonio Tangible	16.732	35.673	37.107	40.157	40.784	42.524	47.881
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	13.160	14.522	5.909	10.159	13.835	11.988	4.004
(-) Gasto Financiero del período	-1.051	-1.230	-2.134	-2.484	-2.327	-2.458	-668
(-) Impuesto a la renta del período	-1.501	-2.442	-1.004	870	-1.249	-3.062	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	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	6.468	3.336
(-) Variación Capital de Trabajo	-15.313	-4.351	-4.201	555	-6.206	-14.655	-2.710
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-4.705	6.500	-1.430	9.101	4.053	-8.187	626
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.789	65	0	370	616	659	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-102	-108	0	0	-184	-84
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	115	26	1.832	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	6.126	3.976	-319	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-3.128	-18.070	-6.463	-4.115	-4.332	-3.099	-451
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	-184	-1.619	-421	575
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	81	-7.630	-8.319	5.288	-1.256	-9.400	666
Margen de Flujo de Caja Libre %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-2.700	4.259	6.820	-1.329	-404	10.708	231
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	745	-454	-40	45	166	-136	517
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	-21	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-1.873	-3.825	-1.539	3.983	-1.494	1.172	1.414
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	7.810	5.923	2.130	581	2.240	746	1.922
Indicadores							
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	11,09	9,82	2,30	4,44	5,41	3,63	6,00
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera	11,09	9,82	2,30	4,44	5,41	3,63	6,00
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	12,52	11,81	2,77	4,09	5,95	4,88	6,00
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	9,55	(2,88)	(0,26)	2,43	4,08	3,62	5,32
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1,14	1,32	4,41	2,43	1,76	2,92	2,20
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	0,69	1,18	4,31	2,21	1,70	2,76	1,99
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	39%	32%	38%	34%	32%	39%	38%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,83	0,95	0,30	0,74	0,68	0,22	0,53
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0,37)	0,57	(0,16)	0,78	0,27	(0,27)	0,10
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Lit	0,01	(0,67)	(0,91)	0,46	(0,08)	(0,32)	0,11
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Lit	0,06	(0,71)	(0,91)	0,46	(0,07)	(0,32)	0,13



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.