

Ecuador  
 Emisión de Papel  
 Comercial y Obligaciones

**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**

| Miles USD                               | dic-14  | sep-15  |
|---|---------|---------|
| Activos                                 | 107,078 | 112,880 |
| Ventas                                  | 138,078 | 105,500 |
| Margen EBITDA (%)                       | 8.7%    | 15.3%   |
| ROA (%)                                 | 3.3%    | 11.7%   |
| Deuda financiera/<br>Capitalización (%) | 41.7%   | 36.8%   |
| CFO/ Deuda Fin CP (x)                   | (0.21)  | 0.31    |
| Reserva cash + FCL/<br>Deuda Fin CP     | (0.32)  | (0.05)  |
| Deuda financiera Total/<br>FFO(x)       | 4.66    | 2.01    |

(X) Indicador en veces

**Contactos:**

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

Andrés F Crespo  
 (5932) 226 9767 ext. 113  
[acrespo@bwratings.com](mailto:acrespo@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, donde participa como 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 compite y diversifica ventas a través de otras líneas como la de 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. Con base en las proyecciones y en los resultados preliminares hasta septiembre del 2015, se espera que el EBITDA alcance en este año un volumen mayor al del 2014.

El EBITDA históricamente ha cubierto holgadamente el gasto financiero, lo cual refleja la flexibilidad financiera de Moderna. A septiembre 2015, la empresa cubre en 7.1 veces el gasto financiero con su EBITDA y esperamos un valor ligeramente menor para finalizar el año (6.9 veces).

En el 2014, el nivel de endeudamiento financiero no disminuyó, a pesar de que la empresa generó un flujo operativo suficiente; por motivos estratégicos la empresa decidió hacer un pago mayor a los proveedores, que le permitió aprovechar la ventaja del precio bajo del trigo en el momento. Esto hizo que el indicador de deuda sobre EBITDA sea superior a los dos años precedentes.

El escenario analizado en la proyección considera un aumento de los días de cuentas por pagar comerciales que brindará una liquidez adicional a la empresa. Además el nivel de endeudamiento financiero posiblemente se podría incrementar cuando la empresa implemente su plan de inversión en activos fijos, aunque bajo una estructura de largo plazo que mitigará el riesgo de refinanciamiento.

Pese a que la liquidez del sistema financiero local se ha reducido, el riesgo de refinanciamiento en el caso de Moderna se mitiga por la posibilidad de conseguir financiamiento externo; la flexibilidad de pago que ha mostrado su principal proveedor de materia prima, que es también su accionista; su perfil crediticio y su posicionamiento en el mercado ecuatoriano. Adicionalmente, Moderna podría posponer la inversión en función de la existencia del financiamiento planificado.

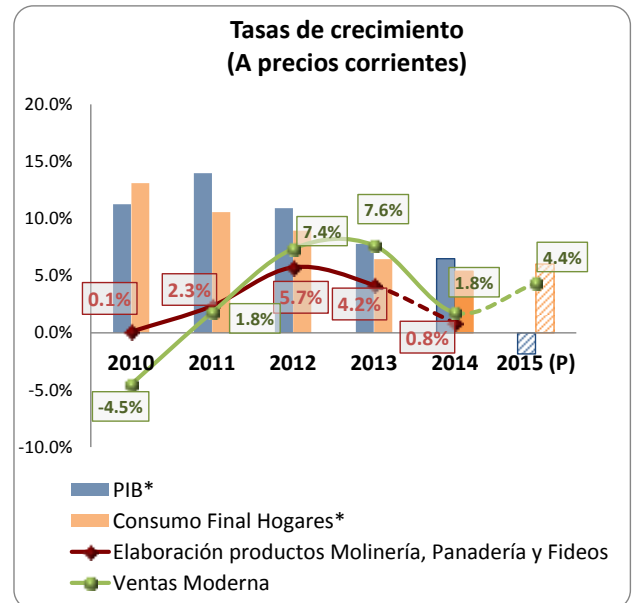
**CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS**

| Emisión de Obligaciones             |   |
|-------------------------------------|---|
| Número de seguimiento calificación: | Segundo seguimiento   |
| Emisor:                             | Moderna Alimentos S.A.  |
| Monto Total Emisión:                | <b>USD 8,000,000</b>  |
|                                     | Serie A: USD 1,000,000  |
|                                     | Serie B: USD 3,500,000  |
|                                     | Serie C: USD 3,500,000  |
| Monto en Circulación:               | USD 7,300,000   |
| Número de Resolución:               | No.SCV.IRQ.DRMV.2015.0203   |
| Fecha Aprobación SIC:               | 28-ene-15   |
| Fecha 1ra Colocación:               | 23-feb-15   |
| Fecha Vencimiento:                  | 23-feb-20   |
| Plazo:                              | Serie A: 720 días<br>Serie B: 1800 días<br>Serie C: 1800 días       |
| Cupón de Interés:                   | trimestral  |
| Pago de Capital:                    | Serie A: al vencimiento<br>Serie B: semestral<br>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     |   |
|-------------------------------------|---|
| Número de seguimiento calificación: | Cuarto seguimiento                            |
| Emisor:                             | Moderna Alimentos S.A.                        |
| Monto Total Programa:               | <b>USD 10,000,000</b>                         |
| Monto en Circulación:               | <b>9,689,000</b>                              |
| No. Resolución:                     | <b>SC.IRQ.DRMV.2014.01634</b>                 |
| 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 través               |
| Rep. Obligacionistas:               | Bondholder Representative S.A.                |

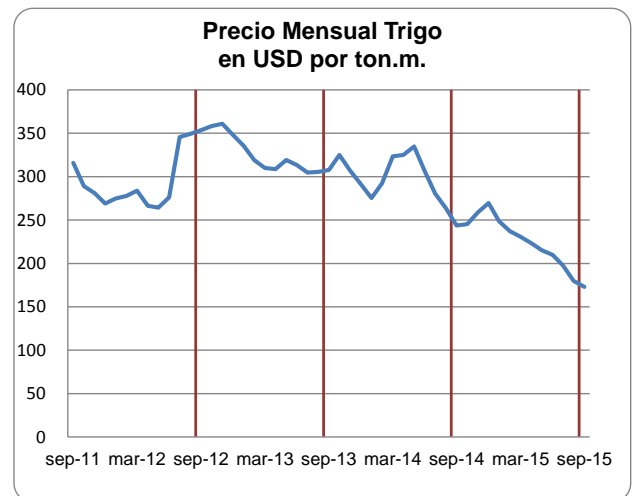
**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

**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 6.48% anual (en términos corrientes), que significó la menor tasa de los últimos cinco años. Según el BCE, el crecimiento esperado del producto interno bruto (PIB) estaría en un rango de 0.4% (en cifras constantes) en el 2015, 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.

Se prevé que la ralentización económica se mantenga para 2016; según el Gobierno y el FMI se espera en términos constantes un crecimiento de



1% y 0.1% respectivamente.

Existen sectores económicos más afectados que otros, en este sentido, normalmente y como se puede analizar en el gráfico 1 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.

Moderna pertenece específicamente al sector panadero, molinero y de fideos. Este se considera que es uno de los que podrían mantener una demanda más estable y menor impacto, al comercializar productos básicos y con bajo nivel de sustitución.

La industria molinera en Ecuador se encuentra en una etapa de madurez y 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 los volúmenes crecen a nivel del crecimiento poblacional.

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 positivamente en los costos de producción y en el margen bruto de las empresas en la industria.

La perspectiva en relación al precio hasta finales de este año es que se mantenga la tendencia a la baja, de forma que se puede prever que el margen del trigo se mantenga al menos 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. Ahora la compañía se encuentra más enfocada en el pan empacado que posee un margen más atractivo.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

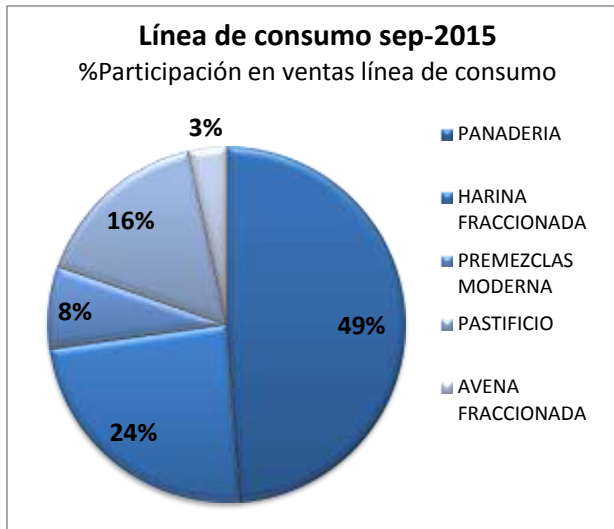
Moderna Alimentos S.A. es una empresa industrial, líder de mercado, grande por el tamaño de sus activos y volumen de ventas. Se dedica a la elaboración y venta de harina de trigo, fideos, productos de panificación y otros productos alimenticios; tras los procesos de fusión que atravesó en años anteriores, a partir de junio de 2009 se convirtió en la mayor empresa molinera del país.

La empresa tiene tres líneas de negocio: la línea industrial, que se refiere principalmente 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 (20% de las ventas totales), los principales productos son los de panadería, harinas domésticas, pastas y premezclas; esta línea tiene un portafolio diversificado de productos, bien posicionados en cada uno de sus segmentos.

Gráfico 4



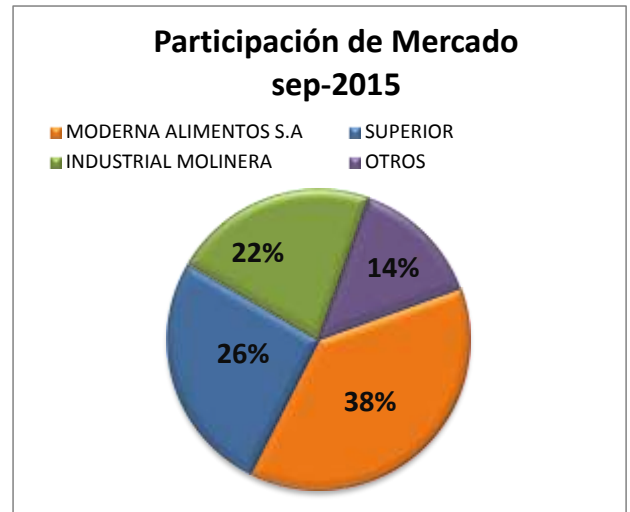
Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

Finalmente, la línea de distribución es pequeña (3% de las ventas a septiembre 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 seis 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 5 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 de USD 138 MM en el 2014.

Gráfico 3



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 | 2.2               | 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, SECUADOR LTD y CONTIDOR LLC, 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. 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 además de generar eficiencias importantes en la cadena productiva de la compañía.

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 casi en su totalidad en los siguientes tres años y se espera que una vez lista opere por los próximos cincuenta años.

Con esta inversión Moderna espera tener el doble de capacidad con posiblemente menor cantidad de operarios.

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.

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 de Automotores y Anexos S.A., auditados del período 2012-2014 por la firma Deloitte & Touche, los cuales son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los mismos no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 31 de julio de 2015.

También se analizaron estados financieros consolidados de Automotores y Anexos S.A. y subsidiarias por los años 2012 al 2014, auditados por Deloitte & Touche, los cuales presentan una opinión favorable respecto a su presentación bajo NIIF.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por AYASA para el presente proceso y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadoradora.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos y ventas del grupo que encabeza.

### **Gestión Operativa y Tendencias**

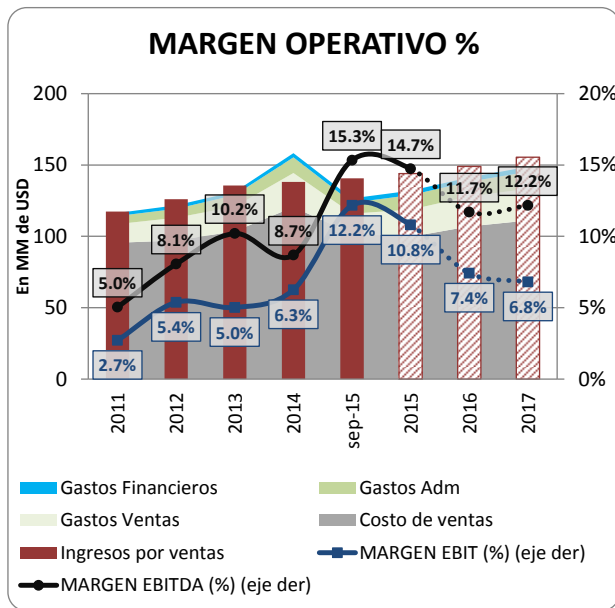
En el año 2014, las ventas que generó Moderna fueron de USD 138 MM, que significó un incremento modesto de 1.77% anual. Al ser una empresa madura, en un mercado con alta competencia, estaba previsto que el crecimiento del volumen de ventas sea bajo, en especial en el segmento de harina industrial, donde el emisor es líder y hay limitación para realizar aumentos de precios. Por esta razón se espera que la venta de harina que representa el 62% del total de ventas crezca solo el 0.3% para finales del presente año.

Por su lado las ventas de la línea de consumo, principalmente panadería, crecieron un 19% en el 2014, y a pesar de una menor participación en las ventas totales, contribuyen a una mayor diversificación. Se espera que en los siguientes años la participación sobre ventas aumente. Además, debido al sólido posicionamiento de mercado y gran potencial del negocio de pan empacado Moderna proyecta que dicha línea seguirá creciendo en promedio 18% hasta 2018.

Para 2015 la empresa espera crecer en un 4.35% explicado principalmente por un aumento en el volumen de ventas. Los ingresos de Moderna no se

verían mayormente afectados por el complicado entorno macroeconómico ya que como se mencionó anteriormente, el sector de alimentos y panadería, está menos expuesto a los cambios cíclicos de la economía. La proyección para los próximos dos años (2016, 2017) considera un crecimiento moderado de ventas de 3.6% y 4.3% respectivamente, que creemos factible a pesar de la incertidumbre del entorno económico, considerando el tipo de productos que el emisor comercializa y su posicionamiento.

**Gráfico 5**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR

La influencia del precio internacional del trigo, con una tendencia a la baja más marcada desde mediados del 2014, ha representado una disminución del costo de ventas y por ende una mejora significativa del margen bruto. El margen pasó de 23.7% a diciembre 2013 a 27.3% al finalizar el año 2014. Es importante mencionar que el trigo es el principal rubro en el costo de ventas y representa cerca del 76% de la materia prima utilizada por la compañía.

En 2015 además del menor precio del trigo, Moderna se ha dedicado a obtener eficiencias importantes que provocarán una notable mejora del margen en 3.5 pp. De esta manera se espera que dicho indicador sea de 30.8% a diciembre del presente año.

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. Para los siguientes años, debido a la incertidumbre acerca del precio del trigo consideramos que el margen se mantenga en niveles cercanos a 28.4%.

**Gráfico 6**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR. Dato a septiembre anualizado.

El EBITDA de Moderna ha tenido un comportamiento bastante volátil en los últimos años. Esto se ha dado principalmente por las fluctuaciones del margen bruto, explicadas por la volatilidad del precio de la materia prima (trigo). Otro factor que ha influido en dicha volatilidad es que los egresos operativos históricamente han crecido en mayor proporción al crecimiento en ventas.

En relación a los gastos operativos, estos mostraron 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 y ha sido el mayor en los últimos 7 años. Esto provocó que el EBITDA caiga de USD 13.8 MM en 2013 a USD 11.9 MM en 2014 a pesar mayores ventas y mayor margen bruto.

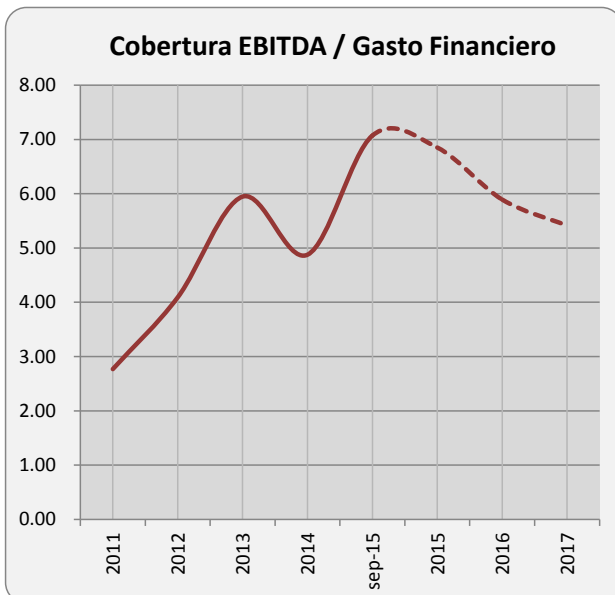
Lo acontecido llevó a la empresa a realizar esfuerzos por controlar el nivel de gasto y a ser más eficiente en sus líneas de negocio. Dentro de las mejoras que realizó Moderna en este año, está una importante automatización de procesos, reducciones de desperdicios, renovación de maquinaria, y ahorros en movilización entre otras. Adicionalmente para 2015 redujeron el personal en 66 empleados (8%). Por estos motivos y el crecimiento en ventas esperado, proyectamos que para finales del presente año el EBITDA sea de USD 21.2 MM, (USD 16.6MM a sep-2015) casi el doble del año pasado.

Consideramos que para los siguientes dos años el EBITDA se mantendría en valores cercanos a USD 18 MM.

El EBITDA históricamente ha cubierto el gasto financiero, mostrando una flexibilidad financiera con una cobertura promedio de 5.3 veces, en los últimos años, con excepción del período 2011, cuando la empresa tuvo una generación más baja. A septiembre 2015, la empresa cubre en 7.1 veces el gasto financiero con su EBITDA y esperamos un valor ligeramente menor para finalizar el año (6.9 veces).

Consideramos que los niveles de cobertura se mantengan en los próximos años en niveles superiores a 5.4 veces, cobertura amplia que se ya incorpora el incremento de deuda previsto para financiar nuevas inversiones y un ajuste por la incertidumbre sobre el precio del trigo a futuro.

**Gráfico 7**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR

La rentabilidad de Moderna sobre activos y patrimonio desmejoró en 2014 debido principalmente a una reducción de 6.5% en la utilidad neta. Para finales del presente año esperamos que ambos indicadores mejoren en vista de la mayor generación y las eficiencias mencionadas. En los siguientes dos años (2016, 2017) estos indicadores se presionarán principalmente debido a la inversión de la nueva planta que la compañía espera realizar.

Si bien la utilidad neta del 2014 se vio afectada principalmente por mayores egresos operativos y un mayor gasto de impuestos, esperamos que por la mayor generación y demás razones mencionadas esta se incremente casi en USD 5MM en 2015.

**Estructura del Balance**

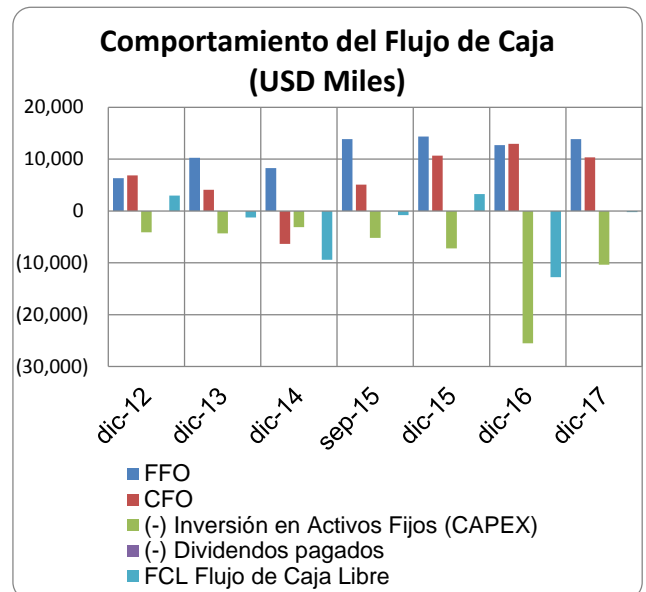
| ACTIVOS                   | dic-12      | dic-13      | dic-14      | sep-15      |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Activo Corriente    | 51%         | 53%         | 55%         | 55%         |
| Fondos Disponibles        | 2%          | 1%          | 2%          | 2%          |
| CxC Comerciales           | 22%         | 23%         | 19%         | 23%         |
| Inventarios Neto          | 22%         | 23%         | 25%         | 22%         |
| Otras cuentas por cobrar  | 1%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Gastos anticipados        | 4%          | 6%          | 8%          | 8%          |
| Total Activo No Corriente | 49%         | 47%         | 45%         | 45%         |
| Propiedades               | 46%         | 42%         | 41%         | 42%         |
| Inversiones Emp. Relac.   | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          |
| Activos Diferidos         | 2%          | 3%          | 3%          | 2%          |
| <b>Total Activo</b>       | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

| PASIVOS                          | dic-12      | dic-13      | dic-14      | sep-15      |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Pasivo Corriente           | 38%         | 41%         | 39%         | 26%         |
| Deuda Financiera CP              | 11%         | 14%         | 28%         | 19%         |
| Deuda Comercial                  | 24%         | 23%         | 8%          | 4%          |
| Otros Pasivos CP                 | 3%          | 4%          | 4%          | 2%          |
| Total Pasivo LP                  | 15%         | 11%         | 10%         | 17%         |
| PATRIMONIO                       | 46%         | 48%         | 51%         | 57%         |
| <b>Total Pasivo + Patrimonio</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

**Gráfico 8**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR

Moderna Alimentos es una empresa con buena capacidad de generación de flujos operativos, dentro de una industria madura aunque con volatilidad de precios de la materia prima. A nivel de flujo de fondos operativos, la empresa ha tenido históricamente capacidad de cubrir holgadamente sus costos y gastos, de forma que el flujo de fondos operativo (FFO) se ha mantenido positivo.

Es en el capital de trabajo donde en mayor medida se presentan variaciones importantes, por cambios en las políticas de días de inventarios y de pago a

los proveedores, en función de las oportunidades de mercado y las decisiones estratégicas de manejo de liquidez de la empresa.

A diciembre 2014, el flujo de caja operativo (CFO) fue negativo debido a los pagos anticipados a proveedores por casi USD 16 MM para aprovechar un abastecimiento de inventario futuro con precios más bajos. Esto sumado a las inversiones de capital (CAPEX) provocaron un flujo de caja libre (FCL) negativo de USD 9.4 MM por lo que se requirió un aumento de deuda de casi USD 11 MM.

Hasta septiembre 2015 se aprecia una mayor generación y una necesidad de capital de trabajo menor aunque elevada de igual forma, por una menor rotación de las cuentas por cobrar comerciales, y una disminución adicional de los días promedio de pago a proveedores. De todas formas, la empresa presenta un CFO positivo y suficiente para cubrir casi todas las inversiones de CAPEX realizadas hasta la fecha y que están relacionadas a la modernización de la línea de panadería.

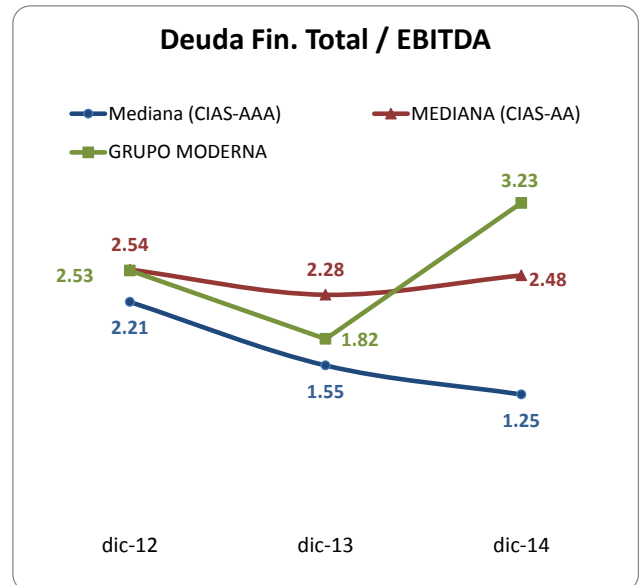
La proyección ajustada por la calificadoradora supone que los días de proveedores pasarán de 17 días (sep-2015) a 50 días para finales del año (92 días a dic-2012, 87 a dic-2013, 29 a dic-2014), y la administración de Moderna espera mantener esta política en el corto y mediano plazo. Bajo estos supuestos, esperamos que el CFO del 2015 llegue a USD 10.7 millones y a pesar de la inversiones que habrán en CAPEX el FCL termine siendo positivo en USD 3.3 MM, revirtiendo la situación de los últimos dos años.

Como se puede observar en el gráfico 8, el CFO del 2016 será similar al del 2015, no obstante las inversiones de repotenciación que se realizarán en cada planta más la inversión extraordinaria de USD 24 MM en la nueva planta de producción provocarán un FCL negativo de USD -12.6 MM.

Para esto la compañía deberá aumentar la deuda en casi USD 10 MM. Es preciso mencionar que la inversión en la nueva planta panificadora contará con financiamiento específico de un organismo financiero local o del exterior, de largo plazo, y bajo tasas de interés convenientes.

Para 2017 los requerimientos de CAPEX seguirán siendo relativamente altos, aunque su flujo operativo cubriría casi todo lo requerido.

Gráfico 9



Fuente: Moderna Alimentos

Elaboración: BWR

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

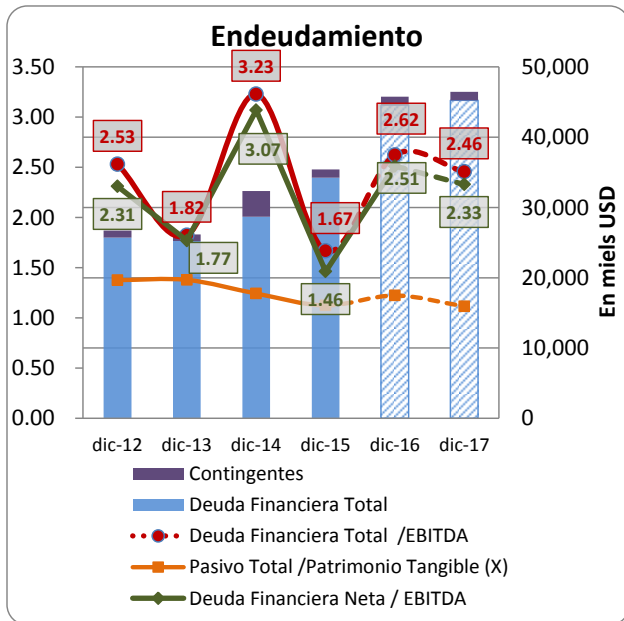
Moderna cuenta con endeudamiento financiero local y con deuda de organismos multilaterales; a sep 2015, el 61% de la deuda financiera es de corto plazo, dicha porción incluye deuda con bancos locales y mercado de valores.

En los años analizados Moderna ha mantenido un bajo endeudamiento en relación a su capacidad de generación y su patrimonio lo cual le otorga a la empresa flexibilidad financiera frente a los posibles riesgos generados por el complicado entorno macroeconómico y la menor liquidez de la economía.

En el 2014 el indicador de deuda financiera ajustada sobre EBITDA se incrementó debido a la menor generación de ese año (-13%) y un incremento importante de la deuda financiera ajustada (53%), que incluye también mayores contingentes tributarios.

A septiembre-2015 tanto el endeudamiento financiero como los contingentes tributarios han disminuido, por lo que el indicador antes mencionado baja a 1.73 veces y el emisor se vuelve a comparar favorablemente con otras empresas calificadas por BWR en la misma categoría. Para los siguientes dos años se espera que esta relación se incremente pero que se mantenga debajo de las 2.7 veces.

**Gráfico 10**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR

Es importante mencionar que Moderna ha tenido acceso a fuentes de financiamiento variadas, incluyendo la participación en el mercado de valores, y el financiamiento del IFC y el IIC, organismos conexos al Banco Mundial. Estos últimos le han dado acceso a 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, que deben ser mantenidos hasta el vencimiento (segundo trimestre 2017).

| Deuda Financiera: Vencimientos |               |                 |
|--------------------------------|---------------|-----------------|
| al 30 de septiembre de 201     | Miles USD     | Participación % |
| Pagos corrientes IFIS          | 10,811        | 30.0%           |
| Pagos corrientes MV            | 11,089        | 30.8%           |
| De 2 a 5 años IFIS             | 8,259         | 22.9%           |
| De 2 a 5 años MV               | 5,900         | 16.4%           |
| <b>Deuda Financiera Total</b>  | <b>36,058</b> | <b>100%</b>     |

Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

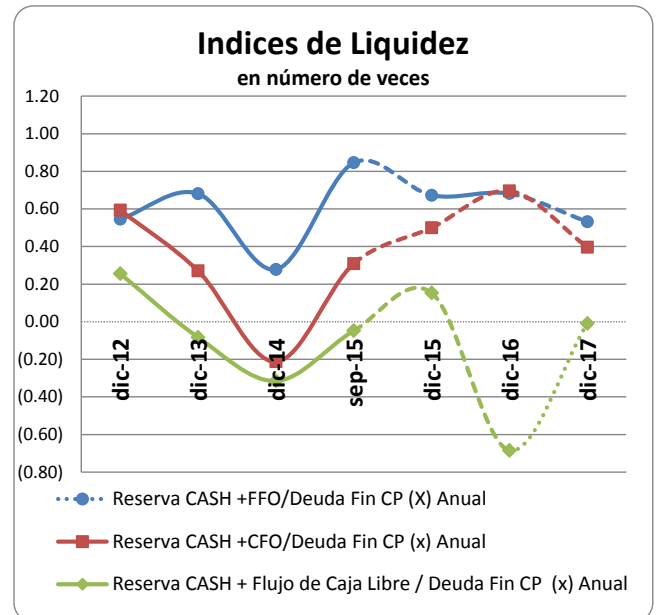
Como se mencionó anteriormente, las inversiones de CAPEX serán altas en 2016 y 2017 debido a la construcción de la nueva planta panificadora. Esto conllevará a un pico de la deuda de aproximadamente USD 45 MM. No obstante, considerando los planes de financiamiento de dicha inversión, se espera que la participación de la deuda de largo plazo en el pasivo se incremente a futuro, lo cual aporta positivamente a la flexibilidad financiera de la empresa.

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  
Proyecciones ajustadas 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 a los proveedores. En el cierre del 2014, el 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 explicada anteriormente, por lo que la deuda financiera se incrementó en USD 10MM.

La liquidez de Moderna en lo que va del 2015 ha sido más holgada y se prevé que para finales de este año el aumento de los días de cuentas por pagar comerciales provea una liquidez adicional a la empresa. Entre septiembre y diciembre del presente año al tener un flujo de caja libre positivo de USD 3.75 MM y solamente una deuda de USD 3 MM que vence hasta fin de año, la compañía no tendrá necesidad de refinanciar deuda de corto plazo.

Por otro lado en 2016 la liquidez de Moderna se verá más apretada debido a la inversión de la nueva planta panificadora que planean realizar. Bajo los supuestos considerados en el análisis esperamos que luego de considerar la generación propia, la empresa requiera aproximadamente USD 10 MM adicionales de deuda en dicho año, que estarían cubiertos con financiamiento a largo plazo por un valor de USD 15 MM que Moderna se

encuentra negociando. En este sentido el riesgo de liquidez se mitiga por la flexibilidad que tiene el emisor de posponer la inversión en función de la existencia del financiamiento planificado.

Si Moderna no realizare la inversión antes indicada, estimamos que requeriría refinanciar aproximadamente el 61.5% de su deuda de corto plazo.

Pese a que la liquidez del sistema financiero local se ha reducido, el riesgo de refinanciamiento en el caso de Moderna se mitiga por la posibilidad de conseguir financiamiento externo; la flexibilidad de pago que ha mostrado su principal proveedor de materia prima, que es también su accionista; su perfil crediticio y su posicionamiento en el mercado ecuatoriano.

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 mejorar su perfil de liquidez.

## POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| Fecha de corte          | sep-15     |
| Activo Líquido (USD M)  | 2,461.43   |
| Activo Ajustado (USD M) | 101,126.39 |
| Activo Total (USD M)    | 112,880.37 |

| 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                            | 12,922.41                             | 12,922.41           | 0.19                             | 7.83                                 |
| 2nda         | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | 29,028.91                             | 41,951.32           | 0.06                             | 2.41                                 |
| 3era         | Deuda sin garantía específica de balance                          | 7,029.50                              | 48,980.82           | 0.05                             | 2.06                                 |
| <b>TOTAL</b> |   | <b>48,980.82</b>                      | <b>48,980.82</b>    | <b>0.05</b>                      | <b>2.06</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. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.06 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen

riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 55% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 45% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

En función del certificado con corte septiembre del 2015 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de las dos emisiones.

Por último 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:

La emisión de papel comercial 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:
  - a) mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
  - b) Los activos reales sobre los pasivos reales exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados o 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 2 y 3, del Título III Capítulo IV Sección I de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores .
- 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.

**De la emisión de obligaciones:**

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
  - a) mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
  - b) Los activos reales sobre los pasivos reales exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados o 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 1.50.
- 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.

A continuación se encuentra un cuadro sobre el

promedio semestral de la liquidez o circulante.

|                            | Saldos contables en dólares |            |            |            |            |            | Promedio semestral |
|----------------------------|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------------|
|                            | abr-15                      | may-15     | jun-15     | jul-15     | ago-15     | sep-15     |                    |
| Activo corriente           | 57,003,256                  | 57,300,074 | 61,228,313 | 58,502,833 | 60,107,297 | 62,244,556 | 59,397,721         |
| Pasivo Corriente           | 27,363,670                  | 25,514,026 | 30,225,620 | 29,820,972 | 31,271,231 | 29,449,971 | 28,940,915         |
| Indicador Liquidez General | 2.08                        | 2.25       | 2.03       | 1.96       | 1.92       | 2.11       | 2.05               |

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

**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  | sep-15  |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Resumen de Resultados</b>   |         |         |         |         |         |         |         |
| Ventas   | 120,820 | 115,357 | 117,414 | 126,045 | 135,682 | 138,078 | 105,500 |
| % crecimiento  | 46.0%   | -4.5%   | 1.8%    | 7.4%    | 7.6%    | 1.8%    | 1.9%    |
| MARGEN BRUTO (%)   | 19.3%   | 27.2%   | 18.7%   | 23.0%   | 23.7%   | 27.3%   | 27.7%   |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)  | 13,160  | 14,522  | 5,909   | 10,159  | 13,835  | 11,988  | 16,180  |
| MARGEN EBITDA (%)  | 10.9%   | 12.6%   | 5.0%    | 8.1%    | 10.2%   | 8.7%    | 15.3%   |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)  | 13,160  | 14,522  | 5,909   | 10,159  | 13,835  | 11,988  | 16,180  |
| MARGEN EBITDAR (%)   | 10.9%   | 12.6%   | 5.0%    | 8.1%    | 10.2%   | 8.7%    | 15.3%   |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)   | 8,477   | 12,538  | 3,183   | 6,775   | 6,802   | 8,639   | 12,835  |
| MARGEN EBIT (%)  | 7.0%    | 10.9%   | 2.7%    | 5.4%    | 5.0%    | 6.3%    | 12.2%   |
| Gasto Financiero del período   | -1,051  | -1,230  | -2,134  | -2,484  | -2,327  | -2,458  | -2,288  |
| Impuestos a la renta   | -1,501  | -2,442  | -1,004  | -1,339  | -1,224  | -1,230  | 0       |
| UTILIDAD NETA  | 7,713   | 8,830   | -63     | 5,532   | 3,842   | 3,593   | 9,687   |
| <b>Resumen Balance</b>   |         |         |         |         |         |         |         |
| Caja y Equivalentes de Caja  | 5,923   | 2,130   | 581     | 2,240   | 746     | 1,922   | 2,461   |
| Capital de Trabajo   | 10,221  | 20,108  | 23,283  | 20,967  | 24,615  | 39,468  | 45,352  |
| Cuentas por Cobrar Comerciales   | 17,605  | 15,303  | 15,949  | 22,842  | 25,142  | 20,821  | 25,748  |
| Inventarios  | 13,511  | 24,937  | 30,787  | 22,907  | 24,479  | 26,754  | 24,546  |
| Cuentas por Pagar Proveedores  | 20,896  | 20,132  | 23,452  | 24,782  | 25,006  | 8,108   | 4,942   |
| Deuda Financiera Total   | 14,969  | 19,228  | 26,048  | 24,720  | 24,316  | 35,024  | 36,058  |
| Otros Pasivos  | 8,530   | 9,039   | 7,130   | 4,786   | 5,991   | 6,048   | 6,780   |
| Patrimonio   | 23,003  | 41,123  | 41,830  | 47,361  | 51,203  | 54,213  | 63,899  |
| Patrimonio Tangible  | 16,732  | 35,673  | 37,106  | 40,157  | 40,784  | 42,524  | 52,145  |
| <b>Resumen Flujo de Caja</b>   |         |         |         |         |         |         |         |
| EBITDA OPERATIVO   | 13,160  | 14,522  | 5,909   | 10,159  | 13,835  | 11,988  | 16,180  |
| (-) Gasto Financiero del período   | -1,051  | -1,230  | -2,134  | -2,484  | -2,327  | -2,458  | -2,288  |
| (-) Impuesto a la renta del período  | -1,501  | -2,442  | -1,004  | -1,339  | -1,224  | -1,230  | 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   | 6,337   | 10,285  | 8,300   | 13,891  |
| (-) Variación Capital de Trabajo   | -15,313 | -4,351  | -4,201  | 555     | -6,206  | -14,655 | -8,815  |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)  | -4,705  | 6,500   | -1,430  | 6,892   | 4,079   | -6,355  | 5,077   |
| (+) 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    | -860    |
| (+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período   | 6,126   | 3,976   | -320    | 0       | 0       | 0       | 0       |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)   | -3,128  | -18,070 | -6,463  | -4,115  | -4,332  | -3,099  | -5,184  |
| (-) Activos Diferidos, Intangibles y otros   | 0       | 0       | 0       | -184    | -1,619  | -421    | 176     |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)   | 81      | -7,630  | -8,320  | 2,964   | -1,256  | -9,400  | -791    |
| 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  | 1,034   |
| OTROS FINANCIAMIENTO NETO  | 745     | -454    | -40     | 45      | 166     | -136    | 299     |
| 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  | -1,540  | 1,659   | -1,494  | 1,172   | 543     |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)   | 7,810   | 5,923   | 2,130   | 581     | 2,240   | 746     | 1,922   |
| <b>Indicadores</b>   |         |         |         |         |         |         |         |
| FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera   | 11.09   | 9.82    | 2.30    | 3.55    | 5.42    | 4.38    | 7.07    |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)  | 11.09   | 9.82    | 2.30    | 3.55    | 5.42    | 4.38    | 7.07    |
| EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)  | 12.52   | 11.81   | 2.77    | 4.09    | 5.95    | 4.88    | 7.07    |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x)  | 9.55    | (2.88)  | (0.26)  | 2.43    | 4.08    | 3.62    | 4.81    |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)  | 1.14    | 1.32    | 4.41    | 2.53    | 1.82    | 3.23    | 1.73    |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)   | 0.69    | 1.18    | 4.31    | 2.31    | 1.77    | 3.07    | 1.61    |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)   | 39%     | 32%     | 38%     | 35%     | 33%     | 42%     | 37%     |
| Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual  | 0.83    | 0.95    | 0.30    | 0.55    | 0.68    | 0.28    | 0.85    |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual  | (0.37)  | 0.57    | (0.16)  | 0.59    | 0.27    | (0.21)  | 0.31    |
| Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)                | 0.01    | (0.67)  | (0.91)  | 0.26    | (0.08)  | (0.32)  | (0.05)  |
| Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0.06    | (0.71)  | (0.91)  | 0.26    | (0.07)  | (0.32)  | (0.03)  |

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa 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, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. 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 de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2015.