

Ecuador  
Emisión de Obligaciones

## Moderna Alimentos S.A

### Calificación

### Resumen Financiero

Miles USD	dic-15	mar-16
Activos	113,331	107,545
Ventas	141,410	31,012
Margen EBITDA (%)	12.9%	14.1%
ROA (%)	6.5%	5.7%
Deuda financiera/ Capitalización (%)	38.2%	38.9%
CFO/ Deuda Fin CP (x)	0.48	1.97
Reserva cash + FCL/ Deuda Fin CP	0.19	0.92
Deuda financiera Total/ FFO(x)	3.23	3.04

(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 la emisión descrita 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.

El EBITDA de Moderna es más bien volátil precisamente en relación a la volatilidad de los precios de la materia prima pero históricamente ha sido holgado para cubrir el gasto de interés, lo cual refleja en parte su flexibilidad financiera. El flujo operativo generado normalmente cubre las necesidades de capital de trabajo, generando CFO positivo, excepto en períodos en los que el comportamiento de los precios de la materia prima y las estrategias de abastecimiento de la misma han justificado necesidades adicionales de flujos, los cuales han sido cubiertos con financiamiento externo.

Así mismo la empresa ha requerido de financiamiento externo para cubrir parte de sus inversiones en CAPEX en consistencia con el crecimiento del negocio. Los flujos internos de Moderna han sido favorecidos en los últimos años por la política de retener las utilidades generadas dentro de la empresa. Adicionalmente ha tenido acceso a fuentes externas tanto del sistema financiero como del mercado de valores.

Durante el 2015, y lo que va del 2016, la generación de Moderna ha sido extraordinaria por la reducción del precio de su principal materia prima, lo cual le ha permitido obtener los mejores márgenes de los últimos años. Esta generación se ha concretado en un flujo de caja importante (CFO) que le ha permitido reducir deuda, cubrir el CAPEX y construir una caja particularmente alta.

Durante el resto del 2016, el cambio de políticas de dividendos, las inversiones previstas en CAPEX junto con una generación más apretada podrían representar presiones de liquidez para la empresa, sin embargo, los fondos líquidos acumulados y la flexibilidad de las inversiones que podrían adecuarse a la disponibilidad de las fuentes externas de financiamiento, mitigan el riesgo de refinanciamiento agravado en general por la contracción de la liquidez en el sistema. Por otro lado la empresa cuenta también con la posibilidad de endeudarse con organismos multilaterales.

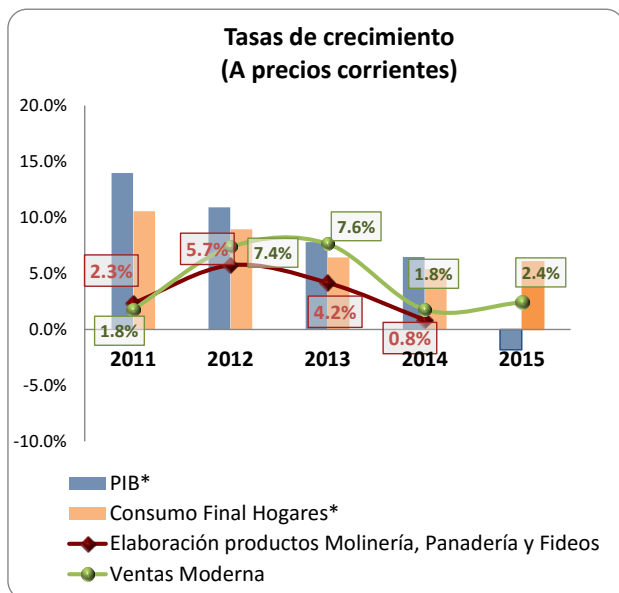
La calificación incorpora nuestro criterio en cuanto a un manejo moderado de la deuda el cual se espera que se mantenga en niveles consistentes con la calificación otorgada. Consideramos que la empresa está adecuadamente manejada por profesionales de experiencia y que en relación a su gobierno, al momento no existen elementos que pudieran poner en riesgo su capacidad de pago.

**CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIÓN CALIFICADA**

Emisión de Obligaciones	
Número de seguimiento calificación:	Tercer seguimiento
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 6,600,000
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
	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.

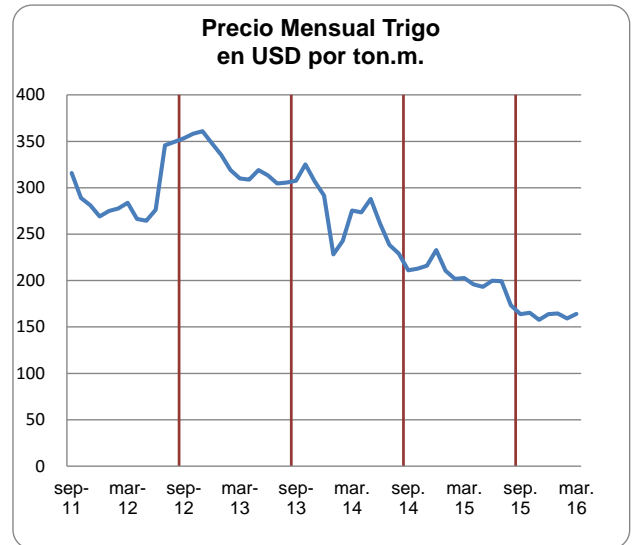
**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

**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 fue de 6.48% anual (en términos corrientes), que significó la menor tasa de los últimos cinco años. Según el BCE, en 2015 existió un decrecimiento de 1.8% en términos corrientes en especial por la baja cotización del precio de petróleo entre otros factores.

Se prevé que la ralentización económica se mantenga para 2016; según el Gobierno se espera un crecimiento en términos constantes de 0.4% mientras que la CEPAL y el FMI estiman una contracción de 0.1% y 4.5%, 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 periodos.

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 en su mayoría 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 la 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. No obstante en lo que va del año la demanda en general de la harina de trigo se ha contraído debido al complicado entorno macroeconómico del país.

Por otro lado 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 2016, no se han fijado nuevas cargas arancelarias al trigo importado, de forma que tampoco se espera un movimiento importante en el 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.

## HECHOS RELEVANTES

El pasado 16 de abril el país sufrió de un terremoto de magnitud 7.8 con epicentro en el cantón Pedernales Provincia de Manabí. Manta fue una de las zonas afectadas, lugar donde la compañía posee su planta molinera más importante. Esta produce alrededor del 50% del total de la harina que hace la empresa. No obstante y según conversaciones con los directivos de Moderna, esta no sufrió daños significativos que afecten la producción.

## PERFIL DE LA COMPAÑÍA

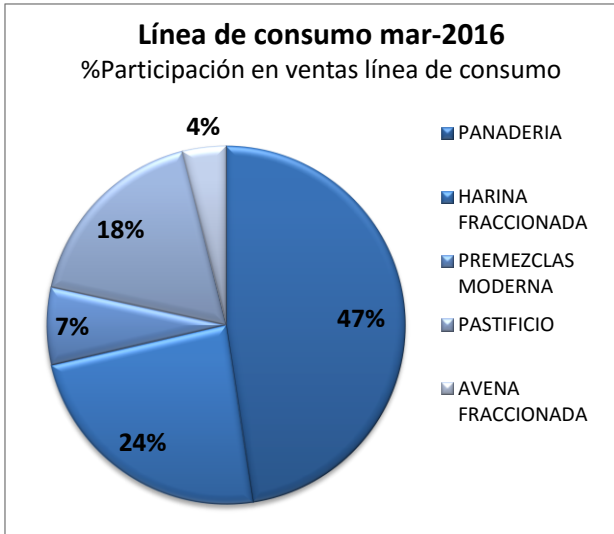
Moderna Alimentos S.A. es una empresa industrial, líder de mercado, grande por el tamaño de sus activos y volumen de ventas. Se dedica a la elaboración y venta de harina de trigo, fideos, productos de panificación y otros productos alimenticios; tras los procesos de fusión que atravesó en años anteriores, 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 76% del total; de hecho, históricamente esta línea se ha mantenido arriba del 70% de las ventas de la empresa.

En la línea de consumo (22% de las ventas totales), los principales productos son los de panadería, harinas domésticas, pastas y pre-mezclas; esta línea tiene un portafolio diversificado de productos, bien posicionados en cada uno de sus segmentos.

**Gráfico 3**

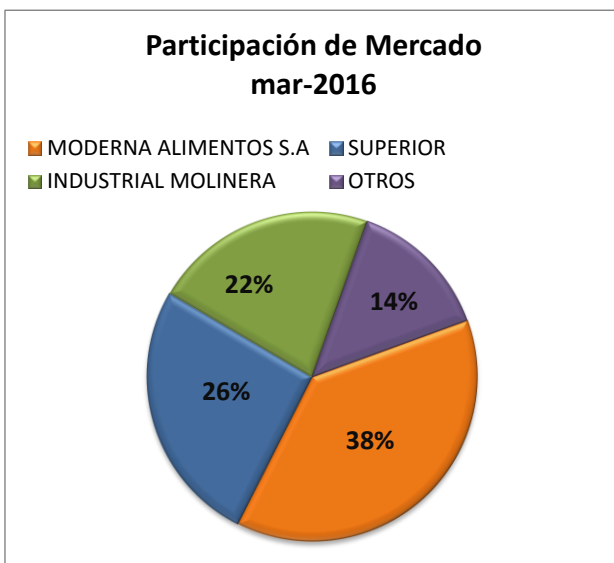


Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

Finalmente, la línea de distribución es pequeña (3% de las ventas a marzo 2016) 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 que 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.

**Gráfico 4**



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

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 141 MM en el 2015.

**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.	35,728,893	99.99%
MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA	2.2	0.01%
<b>TOTAL</b>	<b>35,728,895</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.

Históricamente el soporte de los accionistas se ha evidenciado en la retención del 100% de las utilidades, aunque a la fecha de corte (marzo-2016), la junta de accionistas decidió realizar un pago de dividendos según lo que se había previsto. El monto pagado fue equivalente al 68% de las utilidades de dic-2015.

En el caso de los accionistas del exterior, la empresa ha recibido soporte mediante la flexibilidad de financiamiento de la materia prima en períodos determinados, ya que estos también son su 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 2016, que se refiere a renovación de maquinaria y la compra de un terreno donde en el mediano plazo se planea hacer otra planta panificadora. La construcción de esta también dependerá de la demanda y condiciones del mercado local.

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 mediante asistencia técnica especializada y manteniendo la alta calidad de la harina.

En la línea de consumo las estrategias están aplicadas en función de cada producto y sus oportunidades de mercado para lograr mayor penetración. Además para 2016 se espera que la empresa continúe realizando esfuerzos en el área de mercadeo con el fin de impulsar las ventas dentro del entorno actual.

Adicionalmente 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 Moderna Alimentos S.A., auditados del período 2012-2014 por la firma Price Waterhouse Coopers, y estados financieros 2015 auditados por KPMG del Ecuador, 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 marzo de 2016.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por Moderna y han sido

ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

### **Gestión Operativa y Tendencias**

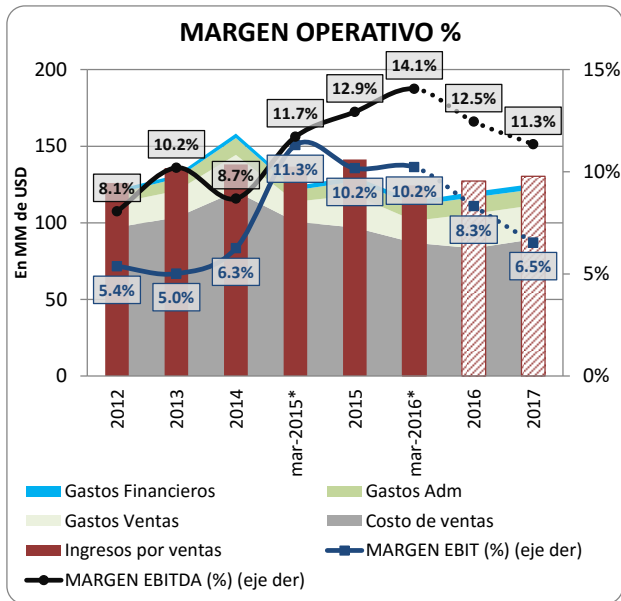
En el año 2015, las ventas que generó Moderna fueron de USD 141 MM, lo que significó un incremento modesto de 2.4% anual. Al ser una empresa madura, en un mercado con alta competencia, estaba previsto que el crecimiento del volumen de ventas sea bajo, en especial en el segmento de harina industrial, donde el emisor es líder y hay limitación para realizar aumentos de precios. A la fecha de corte (mar-2016), las ventas de esta línea decrecieron en casi 11% con respecto a marzo del año anterior, hecho que se explica principalmente por la complicada situación macroeconómica del mercado nacional. Cabe recalcar que los ingresos de esta división representan el 76% del total.

Por su lado las ventas de la línea de consumo crecieron solo un 1.3% en el periodo (marzo 15-16). La participación sobre las ventas de esta división se ha incrementado ligeramente en el último año y debido al sólido posicionamiento de mercado y gran potencial de negocio del pan empacado, se espera que continúe creciendo.

Con base en lo anterior se prevé que para finales del 2016, los ingresos totales decrezcan aproximadamente en 10%, como consecuencia de un menor volumen de ventas. En el primer trimestre del año las ventas en unidades se han contraído en 9%.

A pesar de que se considera que el sector de alimentos y panadería está menos expuesto a los cambios cíclicos, este sí se ha visto afectado por las condiciones actuales del entorno macroeconómico.

Gráfico 5



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR \*Datos a marzo anualizados

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 27.3% a diciembre 2014 a 31.5% al finalizar el año 2015. 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.

A marzo-2016 la mejora del margen bruto ha sido de 3.6pp con relación a mar-2015. En 2016 se espera una tendencia a la baja en el precio del trigo por lo el riesgo asociado a los cambios en los costos de la materia prima se vería mitigado en el corto plazo. De esta manera proyectamos que para finales del año este se ubique en 34.5%.

Para los siguientes años, debido a la incertidumbre acerca del precio del trigo consideramos que el margen se mantenga en niveles cercanos a 31.5%.

Gráfico 6



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR. \*Datos a marzo anualizados.

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 en el último año (dic 14-15) y a marzo-2016 han aumentado en 19.1% anual. A pesar de los esfuerzos realizados de la empresa por controlar el nivel de gasto (automatización de procesos, reducciones de desperdicios, renovación de maquinaria, reducción de personal, etc), la empresa ha incurrido en mayores gastos de capacitación, incremento de salarios, implementación de sistemas de gestión entre otros.

Además se han incrementado los gastos en el área de mercadeo (publicidad) ya que se pretende impulsar las ventas como se mencionó anteriormente. Preveamos que estas medidas se verán reflejadas en un aumento del 10.5% en los egresos operativos para finales del 2016. Es por esto que el EBITDA proyectado será menor en aproximadamente 13% (18.3MM dic-2015 vs. 15.9MM dic-2016).

Consideramos que para 2017 el EBITDA se mantendrá en valores cercanos a USD 15 MM.

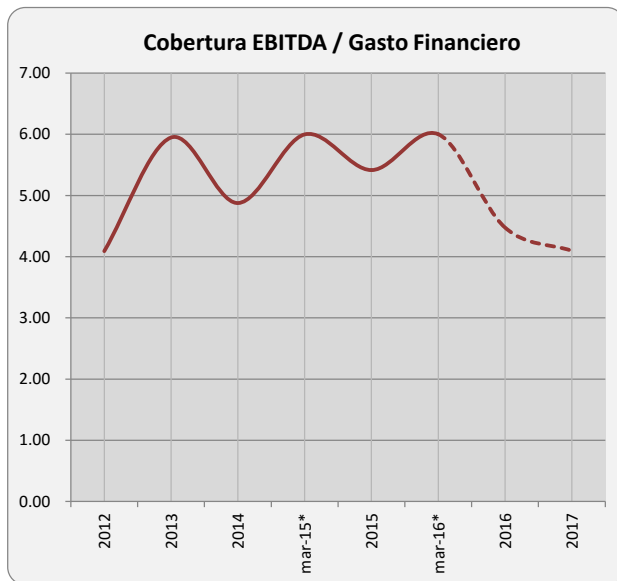
El EBITDA históricamente ha cubierto holgadamente el gasto financiero, mostrando flexibilidad financiera con una cobertura promedio de 5 veces, en los últimos años, con excepción del



período 2011, cuando la empresa tuvo una generación más baja. A marzo 2016, la empresa cubre en 6 veces el gasto financiero con su EBITDA y esperamos un valor moderadamente menor para finalizar el año (4.5 veces), cobertura amplia que ya incorpora el incremento de deuda previsto para financiar nuevas inversiones además de la expectativa sobre el comportamiento del precio del trigo.

Consideramos que los niveles de cobertura se mantengan en los próximos años en niveles superiores a 4.1 veces.

Gráfico 7



Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas BWR

La rentabilidad de Moderna sobre activos y patrimonio mejoró notablemente en 2015 debido principalmente al incremento del margen como se explica anteriormente, lo cual se refleja en un crecimiento del 104% en la utilidad neta. No se espera que los indicadores de rentabilidad se puedan mantener en el 2016, en vista de la menor generación esperada y mayores gastos operativos., como se señaló en párrafos anteriores.

## Estructura del Balance

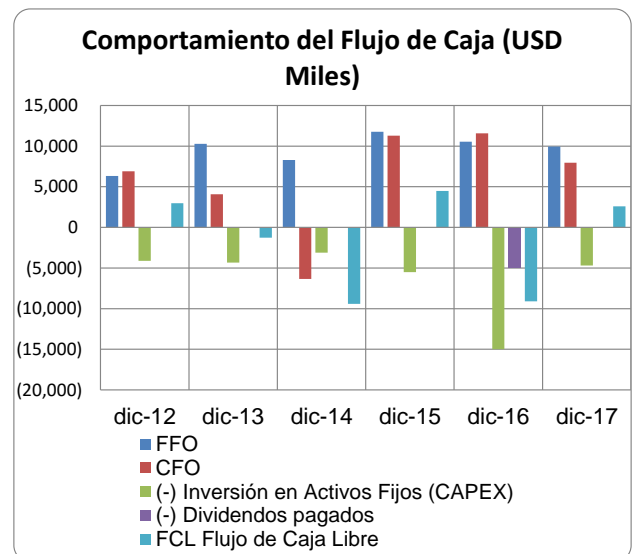
ACTIVOS	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16
Total Activo Corriente	51%	53%	55%	55%	53%
Fondos Disponibles	2%	1%	2%	7%	11%
CxC Comerciales	22%	23%	19%	18%	18%
Inventarios Neto	22%	23%	25%	24%	21%
Otras cuentas por cobrar	1%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	4%	6%	8%	5%	2%
Total Activo No Corriente	49%	47%	45%	45%	47%
Propiedades	46%	42%	41%	41%	43%
Inversiones Emp. Relac.	1%	1%	1%	1%	1%
Activos Diferidos	2%	3%	3%	3%	3%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

PASIVOS	dic-12	dic-13	dic-14	oct-15	nov-15
Total Pasivo Corriente	38%	41%	39%	30%	29%
Deuda Financiera CP	11%	14%	28%	21%	21%
Deuda Comercial	24%	23%	8%	6%	4%
Otros Pasivos CP	3%	4%	4%	3%	4%
Total Pasivo LP	15%	11%	10%	16%	17%
PATRIMONIO	46%	48%	51%	54%	54%
<b>Total Pasivo + Patrimonio</b>	<b>100%</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 han presentado 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.

Los flujos de caja operativos (CFO) han sido positivos en los últimos años con excepción del 2014 debido a la realización de pagos anticipados a proveedores por casi USD 16 MM para aprovechar un abastecimiento de inventario futuro con precios más bajos.

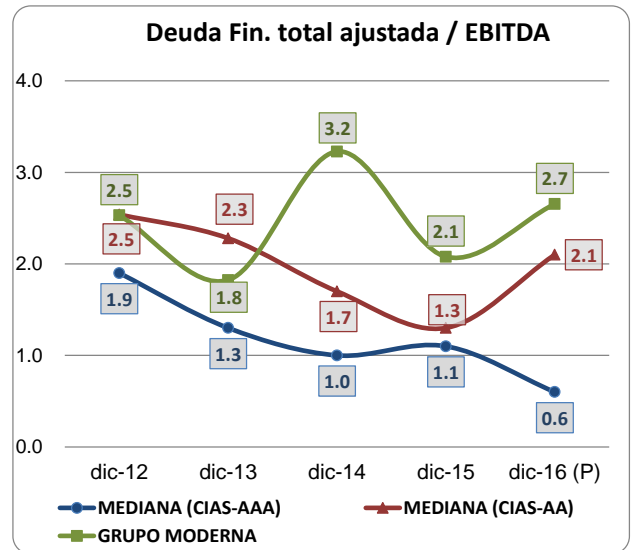
A diciembre-2015 hubo una mayor generación y necesidades de capital de trabajo bastante menores, principalmente por cambio en las políticas de pago a proveedores. Además no existieron inversiones extraordinarias en CAPEX por lo que el flujo de caja libre (FCL) fue positivo por USD 4.5 MM.

La proyección ajustada por la calificadora supone que para 2016 tanto los días de proveedores como los días de inventarios se mantengan en niveles similares, sin embargo consideramos un posible incremento de los días de cuentas por cobrar en consecuencia de un deterioro esperado de la cartera.

Bajo estos supuestos, esperamos que el CFO del 2016 llegue a USD 11.6MM y tomando en cuenta las inversiones en CAPEX (USD 15MM) y el pago de dividendos realizado por USD 5MM, proyectamos que el FCL termine siendo negativo en USD 9.1MM. Cabe recalcar que aproximadamente el 80% de las inversiones en CAPEX serán destinadas a un plan de renovación de maquinaria y el 20% restante a la adquisición de un terreno, para lo cual la compañía deberá aumentar la deuda en alrededor de USD 4.1 MM

Para 2017 los requerimientos de CAPEX serán menores y se espera que sean cubiertos en su totalidad por el flujo operativo.

**Gráfico 9**



Fuente: Moderna Alimentos

Elaboración: BWR

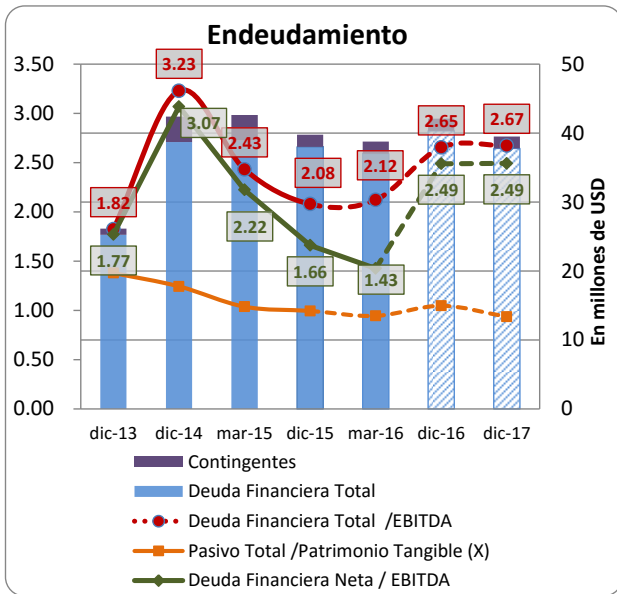
\*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

Moderna cuenta con endeudamiento financiero local y con deuda de organismos multilaterales; a mar-2016, el 63.6% 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 endeudamiento controlado 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 2015 el indicador de deuda financiera ajustada sobre EBITDA mejoró significativamente con respecto al año 2014, debido a la mayor generación de ese año (53%), sin embargo el nivel de deuda financiera ajustada se mantuvo en niveles similares. La deuda financiera ajustada incluye los contingentes tributarios.

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.

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		
a marzo-2016	Miles USD	Participación %
Pagos corrientes IFIS	13,269	37.7%
Pagos corrientes MV	9,143	25.9%
De 2 a 5 años IFIS	6,929	19.7%
De 2 a 5 años MV	5,900	16.7%
<b>Deuda Financiera Total</b>	<b>35,242</b>	<b>100%</b>

Fuente: Moderna Alimentos  
Elaboración: BWR

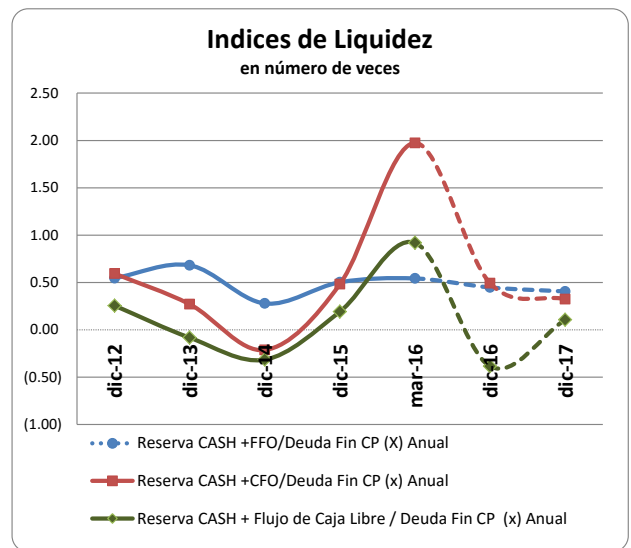
Como se mencionó anteriormente, las inversiones de CAPEX serán altas en 2016. Se espera que aproximadamente el 44% de dicha inversión se logre financiar con el flujo propio de la empresa, descontando los dividendos ya pagados en este año.

El monto restante (aproximadamente USD 4MM) deberá financiarse con nuevo endeudamiento, lo cual podría aumentar la deuda hasta un pico de USD 40 MM, un incremento de USD 4 MM frente al 2015. Se espera que la empresa pueda financiar esta necesidad con deuda de largo plazo lo cual mitigaría el riesgo de refinanciamiento.

El índice de deuda financiera frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable y refleja la importante posición patrimonial que tiene la empresa, gracias a que en los últimos años las utilidades se han retenido y posteriormente se han capitalizado, aunque como se señaló, en 2016 se realizó un pago de dividendos de USD 5 MM.

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.

A la fecha de corte (mar-2016) la liquidez ha sido holgada y mejor a la de marzo del anterior año. Además de una mayor generación existió una disminución importante en los requerimientos de capital de trabajo explicada principalmente por una liberación de inventarios. Lo anterior le proporcionó flujos adicionales por USD 8 MM y le permitió tener un flujo de caja libre positivo con lo cual la compañía redujo la deuda en USD 1MM.

Por otro lado, más adelante en 2016 la liquidez de Moderna se irá apretando debido al pago de dividendos realizado y las inversiones de CAPEX que planean ejecutar. El riesgo de liquidez se mitiga por la flexibilidad que tiene el emisor de posponer al menos parte de la inversión en función de la



existencia del financiamiento planificado.

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 realizadas las inversiones, Moderna tendría la capacidad de 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	mar-16
Activo Líquido (USD M)	12,131.50
Activo Ajustado (USD M)	101,801.30
Activo Total (USD M)	107,545.42

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	9,158.13	9,158.13	1.32	11.12
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	10,163.32	19,321.45	0.63	5.27
3era	Deuda sin garantía específica de balance	15,920.05	35,241.50	0.34	2.89
<b>TOTAL</b>		<b>35,241.50</b>	<b>35,241.50</b>	<b>0.34</b>	<b>2.89</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 marzo del 2016 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de la emisión. Si bien no recibimos el cuadro que refleja el cumplimiento del indicador de liquidez circulante de los últimos seis meses, en el reporte de la empresa enviado a las bolsas de valores se aprecia que a diciembre-2015 y abril-2016 dicho indicador se habría encontrado en 1.83 y 1.9 veces, respectivamente, niveles holgados frente al resguardo.

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 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.

### **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-12	dic-13	dic-14	mar-15	sep-15	dic-15	mar-16
<b>Resumen de Resultados</b>							
Ventas	126,045	135,682	138,078	34,179	105,500	141,410	31,012
% crecimiento	7.4%	7.6%	1.8%	-1.0%	1.9%	2.4%	-9.3%
MARGEN BRUTO (%)	23.0%	23.7%	27.3%	26.3%	27.7%	31.5%	29.9%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,159	13,835	11,988	4,004	16,180	18,286	4,360
MARGEN EBITDA (%)	8.1%	10.2%	8.7%	11.7%	15.3%	12.9%	14.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,159	13,835	11,988	4,004	16,180	18,286	4,362
MARGEN EBITDAR (%)	8.1%	10.2%	8.7%	11.7%	15.3%	12.9%	14.1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,775	6,802	8,639	3,863	12,835	14,381	3,172
MARGEN EBIT (%)	5.4%	5.0%	6.3%	11.3%	12.2%	10.2%	10.2%
Gasto Financiero del período	-2,484	-2,327	-2,458	-668	-2,288	-3,377	-727
Impuestos a la renta	-1,339	-1,224	-1,230	0	0	-3,146	-595
UTILIDAD NETA	5,532	3,842	3,593	3,111	9,687	7,331	1,578
<b>Resumen Balance</b>							
Caja y Equivalentes de Caja	2,240	746	1,922	3,333	2,461	7,653	12,131
Principales cuentas del Capital de Trabajo	20,967	24,615	39,468	42,312	45,352	41,451	37,649
Cuentas por Cobrar Comerciales	22,842	25,142	20,821	18,953	25,748	20,391	19,662
Inventarios	22,907	24,479	26,754	28,818	24,546	27,455	22,586
Cuentas por Pagar Proveedores	24,782	25,006	8,108	5,459	4,942	6,395	4,600
Deuda Financiera Total	24,720	24,316	35,024	35,255	36,058	36,250	35,242
Otros Pasivos	4,786	5,991	6,048	5,239	6,781	7,386	7,826
Patrimonio	47,361	51,203	54,213	57,324	63,899	61,544	58,121
Patrimonio Tangible	40,157	40,784	42,524	47,881	52,145	52,091	52,377
<b>Resumen Flujo de Caja</b>							
EBITDA OPERATIVO	10,159	13,835	11,988	4,004	16,180	18,286	4,360
(-) Gasto Financiero del período	-2,484	-2,327	-2,458	-668	-2,288	-3,377	-727
(-) Impuesto a la renta del período	-1,339	-1,224	-1,230	0	0	-3,146	-595
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	6,337	10,285	8,300	3,336	13,891	11,763	3,039
(-) Variación Capital de Trabajo	555	-6,206	-14,655	-2,710	-8,815	-473	8,021
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	6,892	4,079	-6,355	626	5,077	11,290	11,060
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	370	616	659	0	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-184	-84	-860	-638	-273
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	0	0	-5,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-4,115	-4,332	-3,099	-451	-5,184	-5,494	-377
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-184	-1,619	-421	575	176	-669	-262
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	2,964	-1,256	-9,400	666	-791	4,490	5,148
Margen de Flujo de Caja Libre %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-1,329	-404	10,708	231	1,034	1,226	-1,008
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	45	166	-136	517	299	19	339
OTRAS INVERSIONES NETO	-21	0	0	0	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	1,659	-1,494	1,172	1,414	543	5,734	4,479
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	581	2,240	746	1,922	1,922	1,922	7,653
<b>Indicadores</b>							
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	3.55	5.42	4.38	6.00	7.07	4.48	5.18
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.55	5.42	4.38	6.00	7.07	4.48	5.19
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	4.09	5.95	4.88	6.00	7.07	5.41	5.99
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	2.43	4.08	3.62	5.32	4.81	3.79	5.48
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	2.53	1.82	3.23	2.43	1.73	2.08	2.12
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	2.31	1.77	3.07	2.22	1.61	1.66	1.43
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	35%	33%	42%	40%	37%	38%	39%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.55	0.68	0.28	0.53	0.85	0.50	0.54
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.59	0.27	(0.21)	0.10	0.31	0.48	1.97
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.26	(0.08)	(0.32)	0.11	(0.05)	0.19	0.92
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.26	(0.07)	(0.32)	0.13	(0.03)	0.19	0.93



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 cómo 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 afirmo 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 no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. .  
©® BankWatch Ratings 2016.