

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

EMISIÓN DE OBLIGACIONES A CORTO PLAZO - PAPEL COMERCIAL DE MODERNA ALIMENTOS S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 041/2017, del 23 de febrero de 2017

Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2016

Analista: Ing. Galo Pérez

galo.perez@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

MODERNA ALIMENTOS S.A., es una empresa ecuatoriana que se dedica a la producción de un amplio portafolio de productos, principalmente de trigo y sus derivados. Su amplia experiencia en el mercado y la calidad de sus productos han llevado a la compañía a liderar el mercado en varias de sus líneas negocio, manejando marcas como Harina Ya, Gourmet, Harina Pani Plus, Galli Top, Santa Catalina, entre otras.

Revisión

Resolución No.SCVS.IRQ.DRMV.2016.0683 emitida el 18 marzo 2016

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 041/2017 del 23 de febrero de 2017 decidió otorgar la calificación de **“AAA-” (Triple A menos)** a la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – Papel Comercial de MODERNA ALIMENTOS S.A., por un monto de hasta diez millones de dólares (USD 10'000.000,00).

Categoría AAA: “Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general”.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de Class International Rating sobre la probabilidad que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo relativo de los títulos o valores. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Consejo Nacional de Valores, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada utilizada en los análisis que se publican proviene de fuentes oficiales. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - MODERNA ALIMENTOS S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- MODERNA ALIMENTOS S.A., es una de las principales compañías ecuatorianas que se desenvuelven en el sector alimenticio, la misma que a lo largo de su historia tuvo importantes acontecimientos relevantes, como adquisiciones y fusiones sobre compañías que se desenvolvían dentro del mismo mercado y firmas de convenios con importantes compañías internacionales, con lo cual transformó su estructura de negocio familiar a una estructura corporativa.
- La compañía segmenta su producción sobre tres líneas de negocio: La Línea Industrial, la Línea de Consumo y la Línea de Distribución. La primera corresponde principalmente a productos derivados de Harina, la segunda a dar valor agregado a productos relacionados con el trigo y la última a productos diversos como aceites, licores, conservas, entre otros.
- MODERNA ALIMENTOS S.A. posee una importante red de distribución para cada línea de negocio, lo cual ha facilitado para que los productos que oferta la compañía lleguen a todo el territorio nacional, adicional a mantener una importante presencia de productos en los principales supermercados del país.

- Las plantas de MODERNA ALIMENTOS S.A., poseen certificaciones de Buenas Prácticas de Manufactura (BPM) otorgada por Bureau Veritas así como System Certification SGS, la misma que provee a la industria de alimentos soluciones prácticas en temas relacionados con Buenas Prácticas de Manufactura, programas de prerrequisitos y HACCP (Hazard Analysis Critical Control Point).
- Los ingresos por ventas de la compañía presentaron una tendencia creciente entre el 2013 y el 2015, sin embargo su velocidad de crecimiento fue menor al 3%, puesto que pasaron de USD 135,68 millones en el año 2013 a USD 141,41 millones en el año 2015 (USD 138,08 millones en el 2014), resultados que van de la mano con la consolidación de la compañía por las sinergias realizadas con varias empresas que se desenvuelven dentro del mismo sector. A diciembre del 2016 los ingresos se ubicaron en USD 138,69 millones, presentando una reducción del 1,92% en relación a diciembre del 2015, debido en parte a la contracción económica que atraviesa el país, sin embargo al tener en su portafolio productos de primera necesidad el impacto sobre las ventas no es alto a diferencia de otros sectores de la economía. En lo que respecta a su estructura, los ingresos correspondientes a la Línea Industrial fueron los más representativos con el 75,72% de participación sobre el total de las ventas, seguida por la Línea de Consumo con el 21,75% y la Línea de Distribución con el 2,53%.
- Posteriormente se encuentran los costos de ventas, que por su parte con respecto de los ingresos registraron una tendencia decreciente hasta el 2015, ya que pasaron de representar el 76,12% en el 2013 a 68,16% en el 2015, lo que evidencia un manejo adecuado de sus costos y un comportamiento relacionado también con el crecimiento reportado en las ventas, mientras que los gastos operacionales pasaron de representar el 18,87% en el 2013 a 21,67% en el 2015, porcentajes que demuestran un manejo adecuado de dichos rubros generando que MODERNA ALIMENTOS S.A., arroje una utilidad operacional creciente, que pasó de USD 6,80 millones (5,01% de los ingresos) en el 2013 a USD 14,38 millones (10,17% de los ingresos) en el 2015. A diciembre del 2016 el costo de ventas y gastos operativos representaron el 70,51% y 20,36% del total de los ingresos respectivamente, registrando una utilidad operacional de USD 12,67 millones, inferior en 11,94% con respecto de lo registrado en diciembre de 2015 cuando fue (USD 14,38 millones), la reducción en la utilidad operacional se debe al incremento de los gastos de administración en 7,65% en relación al año precedente.
- Después de descontar los gastos financieros que representaron en promedio (2013-2016) el 1,91% de los ingresos, además de la cuenta "otros ingresos/egresos", cuya representación fue inferior al 1,00% de los ingresos, y el impuesto a la renta, la compañía alcanzó un margen neto positivo, no obstante, su tendencia mostró variaciones positivas hasta el año 2015, pues pasó de un 2,83% de los ingresos en el 2013 a un 2,74% para el año 2014, debido al registro de mayores gastos operacionales y gastos financieros. Para el año 2015, el margen neto se incrementa hasta alcanzar 5,18%, gracias a la generación de mayores ingresos y un manejo más adecuado de los costos, los cuales permitieron arrojar un mejor margen bruto y consecuentemente un mayor margen operacional. A diciembre de 2016 el margen neto se situó en 3,80% inferior al registrado en diciembre de 2015, debido a la reducción de los ingresos y a un incremento tanto en los gastos administrativos, como en los costos de ventas.
- El EBITDA (acumulado) de MODERNA ALIMENTOS S.A., evidencia una aceptable capacidad para generar flujos provenientes de su operación, alcanzando a diciembre de 2016 un valor de USD 19,18 millones, con una participación sobre los ingresos de 13,83%, luego de haber registrado USD 20,46 millones (14,47% de los ingresos) a diciembre de 2015.
- En lo que respecta a los activos totales, en términos generales se mantuvieron variables durante los periodos analizados, al pasar de USD 107,43 millones en el 2013 a USD 103,15 millones en el 2016 (USD 113,33 millones en el 2015), el cual estuvo conformado principalmente por propiedad planta y equipo con un promedio (2013-2016) de participación sobre los activos de 41,81% (USD 45,66 millones en 2016), seguido por inventarios con el 23,26% en promedio (USD 21,69 millones en 2016) y por cuentas por cobrar comerciales con un promedio de 19,30% (USD 19,84 millones en 2016). Al 31 de diciembre de 2016 los activos totales se situaron en USD 103,15 millones, mostrando una reducción de 8,98% frente a lo establecido al cierre de 2015. La importancia de la propiedad planta y equipo se da por una continua adquisición de maquinaria y equipo destinados a la ampliación de la capacidad de producción de la planta de panadería empacada, la de inventarios responde a una estrategia de aprovisionamiento de materia prima cuando existen precios bajos del trigo, mientras que las cuentas por cobrar comerciales corresponden a la operación normal de la compañía.

- El total de pasivos evidenció un comportamiento decreciente en cuanto al financiamiento sobre el total de activos, puesto que reduce su participación de 52,34% (USD 56,23 millones) en el 2013 a 40,08% (USD 41,34 millones) en el 2016. En cuanto a su conformación, durante el año 2013 predominaron las cuentas por pagar a compañías relacionadas, puesto que en promedio financiaron el 19,97% de los activos, donde las transacciones se dieron aprovechando los precios bajos de la principal materia prima como lo es el trigo, sobre aprovisionándose del mismo con su mayor proveedor que es SEABOARD OVERSEAS LIMITED (compañía relacionada), por su parte a diciembre de 2015, la conformación varió, pues los préstamos con entidades financieras (c/p y l/p) pasaron a ser los de mayor importancia con un 17,63% de los activos, seguido por las emisiones vigentes en el mercado de valores con el 14,48% entre las más relevantes. En diciembre de 2016 el total pasivo fue de USD 41,34 mostrando una reducción del 20,17% con relación al periodo anterior.
- En lo que respecta a la deuda financiera para diciembre del año 2016 ésta sumó USD 25,85 millones (USD 36,39 millones a diciembre de 2015), la misma que financió en 25,06% a los activos, porcentaje que es inferior al del año 2015 que fue de 32,11%. La mayor parte de la deuda con costo perteneció a emisión de obligaciones y a la emisión de papel comercial.
- El patrimonio de MODERNA ALIMENTOS S.A., es una de sus fortalezas, puesto que monetariamente se incrementó de USD 51,20 millones (47,66% de los activos) en el 2013 a un interesante USD 61,54 millones (54,30% de los activos) en el 2015, gracias a un mejor capital social y la recuperación de los resultados del ejercicio. El mencionado aumento de capital fue aprobado mediante escritura pública el 29 de octubre de 2015, el mismo que fue pagado con cargo a la utilidad del ejercicio de 2014, utilidades no distribuidas y reserva legal. En diciembre de 2016 el patrimonio de la compañía continúa creciendo y se ubicó en USD 61,81 millones (59,92% de los activos). La cuenta más representativa fue el capital social, puesto que financió un interesante 34,64% de los activos a diciembre de 2016, con un valor de USD 35,73 millones, mismo que se ha mantenido igual al registrado a diciembre de 2015 (31,53% de los activos).
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa durante todo el período analizado superan la unidad, ubicándose al 31 de diciembre de 2016 en 2,04 veces (1,85 veces a diciembre de 2015), lo cual demuestra un eficiente manejo del capital de trabajo y del flujo de efectivo.
- El apalancamiento de la compañía muestra un comportamiento decreciente a lo largo del periodo analizado, puesto que la operación del emisor ha sido financiada mayormente con recursos propios, específicamente con su patrimonio, indicador que a diciembre 2016 presentó una relación de 0,67 veces (0,84 veces en diciembre de 2015).

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria de Accionistas de MODERNA ALIMENTOS S.A., en su sesión celebrada el 04 de noviembre de 2015, resolvió autorizar la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones.
- Posteriormente, con fecha 01 de febrero de 2016, MODERNA ALIMENTOS S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de emisión de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – Papel Comercial MODERNA ALIMENTOS S.A.
- Con fecha 31 de marzo del 2016, Mercapital Casa de Valores inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 11 de mayo de 2016, logró vender el 100% del programa aprobado (USD 10,00 millones).
- La Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial de MODERNA ALIMENTOS S.A., se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ 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 uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;

- ❖ La emisión fue aprobada en marzo de 2016, por lo tanto el promedio del indicador semestral (marzo a agosto 2016) registró un valor de 2,02 veces cumpliendo con lo estipulado en este resguardo.
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ❖ Al 31 de diciembre del 2016 el indicador fue de 3,80 veces, cumpliendo con lo estipulado en el inicio.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).
 - ❖ Al 31 de diciembre del 2016, la compañía cumplió con lo estipulado anteriormente.
- MODERNA ALIMENTOS S.A., se compromete a mantener los siguientes compromisos adicionales:
- Mantener un nivel de pasivo financieros (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 1,5.
 - ✓ Al 31 de diciembre del 2016, este indicador se ubicó en 0,42 veces por lo tanto cumple con el resguardo.
 - Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / EBITDA durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,50.
 - ✓ Al 31 de diciembre del 2016, el indicador fue de 1,35 veces cumpliendo con el resguardo.
 - Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 2,0.
 - ✓ Al 31 de diciembre del 2016, se cumplió lo estipulado en este resguardo ya que el indicador fue de 0,67 veces.
 - Durante la vigencia del programa de Papel Comercial, la compañía repartirá dividendos en efectivo hasta el 50% de la utilidad generada en el ejercicio 2015 y no repartirá dividendos en efectivo con cargo a la utilidad generada en el 2016.
 - ✓ En certificado emitido por la empresa menciona que se ha cumplido con este resguardo.
 - Al 31 de diciembre de 2016, MODERNA ALIMENTOS S.A., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 65,95 millones, siendo el 80% de los mismos la suma de USD 52,76 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,28 veces sobre los USD 10,00 millones correspondiente a la presente emisión de papel comercial, determinando de esta manera que la Emisión de Obligaciones Corto Plazo - Papel Comercial de MODERNA ALIMENTOS S.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
 - Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Es así que, de acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que los resultados se dieron en la mayoría de casos de acuerdo a dichas proyecciones y se encuentran cercanos a los previstos.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Factores externos, políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda de los productos ofertados por la compañía y se vean disminuidos sus ingresos.
- El surgimiento de nuevos competidores, con productos sustitutos o complementarios en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo.
- Al ser la principal materia prima (trigo) un producto commodity, factores especulativos de oferta y demanda a nivel internacional podría conllevar cambios constantes en los precios de este producto, lo que

podría ocasionar un aumento en sus costos y posiblemente una disminución en sus resultados en caso de que este incremento no pueda ser trasladado al cliente.

- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los clientes de la compañía podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo, así como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces con MODERNA DE ALIMENTOS S.A.
- Emisión de nuevas regulaciones o restricciones que se relacionen con la importación de los productos que utiliza la compañía para su operación, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus productos, no obstante, esto podría afectar a sus ingresos y generar una posible disminución en la rentabilidad de la compañía, en el caso de que lo primero no fuera posible.
- Es importante que la maquinaria y equipo con las cuales trabaja MODERNA ALIMENTOS S.A., vayan acorde a la innovación del sector, sus avances y tendencias, pues de no ser así, la producción de la compañía podría dejar de satisfacer las necesidades y exigencias del mercado, ocasionando pérdida de su participación en el mercado.
- Cambios en las tendencias de consumo de la gente, es decir preferencias por productos con mayor aporte nutricional al que oferta al emisor, o a su vez que estos productos sean preparados de una manera más amigable con el medio ambiente, con lo cual podría verse afectado ciertas áreas de producción de la compañía, lo que ocasionaría una posible disminución de sus ingresos.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados podría generar desabastecimiento en los inventarios y retrasos en la producción.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

Según lo establecido en el numeral 1.8 del Artículo 18, Subsección IV.ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la emisión son las cuentas por cobrar clientes e inventario (materia prima) libres de gravamen, por los que los riesgos asociados podrían ser los siguientes:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar clientes que respalda la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar clientes y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría generar cartera que presente un comportamiento irregular de pago o a su vez un sobreendeudamiento de sus clientes, lo que podría comprometer su capacidad de pago y consecuentemente los ingresos de la compañía.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Al referirnos al inventario que respalda la emisión, se debe señalar que estos podrían estar sujetos a riesgos relacionados con eventos ajenos y fuera de control de la compañía, como es el caso de incendios, atentados, robo, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía cuenta con amplias medidas de seguridad para resguardar la mercadería, asimismo cuenta con pólizas de seguros.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro

de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar, mientras que en lo que respecta al inventario, su liquidación dependería de que la empresa se encuentre operando y de que los activos no hayan caído en obsolescencia.

Según lo establecido en el numeral 1.9 del Artículo 18, Subsección IV.ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de diciembre de 2016 la empresa registró dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas por USD 0,54 millones, por lo que los riesgos asociados a éstos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que según certificado emitido por la empresa, dentro de las cuentas por cobrar clientes de MODERNA ALIMENTOS S.A., que respaldan la presente emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial – MODERNA ALIMENTOS S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Costos, Gastos, Financiamiento, Ingresos, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial de MODERNA ALIMENTOS S.A., del 01 de febrero de 2016.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de MODERNA ALIMENTOS S.A. del 04 de noviembre de 2015.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2013, 2014 y 2015 de MODERNA ALIMENTOS S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Interanuales internos no auditados al 31 de diciembre del 2016 (sin notas a los estados financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Circular de Oferta Pública.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios

económicos y legales desfavorables.

- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de MODERNA ALIMENTOS S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Quito, con fecha 04 de noviembre de 2015, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de MODERNA ALIMENTOS S.A., misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas, y en donde se aprobó la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones.

Posteriormente con fecha 01 de febrero de 2016, MODERNA ALIMENTOS S.A. como Emisor, conjuntamente con BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial, y de acuerdo al citado contrato, las principales características y condiciones de la emisión, se muestran a continuación:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

EMISIÓN DE OBLIGACIONES A CORTO PLAZO – PAPEL COMERCIAL DE MODERNA ALIMENTOS S.A.	
Emisor	MODERNA ALIMENTOS S.A.
Capital a Emitir	USD 10.000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.
Obligaciones	Emisión desmaterializada, y podrán emitirse desde un valor nominal desde USD 1,00.
Plazo del Programa	Hasta 720 días.
Plazo de las Obligaciones	Hasta 359 días a partir de la fecha en que entren en circulación los valores de las obligaciones.
Rescates anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previo resolución unánime de los obligacionistas. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
Contrato de Underwriting	Modalidad del mejor esfuerzo.
Tipo de Oferta	Pública.
Sistema de Colocación	Bursátil, siendo el underwriter y asesor de la colocación Mercapital Casa de Valores S.A.
Estructurado y Colocador	Mercapital Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representante de Obligacionistas	BONDHOLDER REPRESENTATIVE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Fecha de emisión	Fecha en que éstas sean negociadas en forma primaria, es decir a partir de la fecha en que entren en circulación los valores de la obligación.
Tasa de Interés	Cero Cupón

Forma de Cálculo	Base de cálculo, 30/360
Amortización Capital	Al vencimiento
Destino de los recursos	Los recursos serán utilizados en un 100% a capital de trabajo, el cual consistirá en actividades destinadas a financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos, entre otros.
Resguardos establecidos en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera)	<p>Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> ❖ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y; ❖ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).
Compromisos Adicionales	<ul style="list-style-type: none"> • Mantener un nivel de pasivo financieros (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 1,5. • Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / EBITDA durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,50. • Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 2,0. • Durante la vigencia del programa de Papel Comercial, la compañía repartirá dividendos en efectivo hasta el 50% de la utilidad generada en el ejercicio 2015 y no repartirá dividendos en efectivo con cargo a la utilidad generada en el 2016.

Fuente: Contrato de Emisión del Programa de Papel Comercial / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Papel Comercial (31 de Diciembre de 2016)

Con fecha 18 de marzo de 2016, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2016.0683, y con fecha 22 de marzo de 2016 fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores. El plazo de vencimiento de la autorización de oferta pública es el 08 de marzo de 2018.

Colocación de los valores

Con fecha 31 de marzo de 2016, Mercapital Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 11 de mayo de 2016, logró colocar el 100% del total del programa aprobado (USD 10,00 millones).

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las 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 uno (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 exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

- ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III de la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

Compromisos Adicionales

Adicionalmente, MODERNA ALIMENTOS S.A. se compromete a mantener los siguientes índices financieros durante la vigencia de la emisión:

- Mantener un nivel de pasivo financieros (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 1,5.
- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / EBITDA durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,50.
- Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 2,0.
- Durante la vigencia del programa de Papel Comercial, la compañía repartirá dividendos en efectivo hasta el 50% de la utilidad generada en el ejercicio 2015 y no repartirá dividendos en efectivo con cargo a la utilidad generada en el 2016.

La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de los Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento de los índices financieros señalados.

Los indicadores serán revisados **semestralmente**. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros semestrales correspondientes a **junio 30 y diciembre 31** de cada año. El seguimiento a los índices financieros iniciará el primer semestre calendario una vez los títulos estén en circulación.

Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia. Si la misma se mantiene, se considerará como incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor, lo cual constituirá causal de aceleración de vencimientos, si así lo determina la Asamblea de Obligacionistas.

Al 31 de diciembre del 2016, la compañía cumplió con los resguardos establecidos anteriormente tal como se puede apreciar a continuación:

CUADRO 2: RESGUARDOS

Relación	dic-16	Cumplimiento
a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores (Marzo - Agosto 2016)	2,02	SI
b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo	3,80	SI
Adicionales		
• Mantener un nivel de pasivo financieros (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 1,5.	0,42	SI
• Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / EBITDA durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,50.	1,35	SI
• Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 2,0.	0,67	SI

• Durante la vigencia del programa de Papel Comercial, la compañía repartirá dividendos en efectivo hasta el 50% de la utilidad generada en el ejercicio 2015 y no repartirá dividendos en efectivo con cargo a la utilidad generada en el 2016.	No se repartieron dividendos del ejercicio 2015.	SI
--	--	----

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de marzo, el promedio se calculará en semestres marzo-agosto y septiembre-febrero, según corresponda.

CUADRO 3: RESGUARDO DE LIQUIDEZ (USD)

Detalle	2016						Promedio
	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	
Activo Corriente	57.089.323,56	54.682.943,16	53.041.799,21	53.164.476,33	52.306.785,84	51.953.895,69	2,02
Pasivo Corriente	31.439.272,38	28.741.923,26	26.882.759,58	26.094.368,96	24.418.400,14	23.412.617,29	
Razón Liquidez	1,82	1,90	1,97	2,04	2,14	2,22	

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial está respaldada por una Garantía General otorgada por MODERNA ALIMENTOS S.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 31 de diciembre de 2016, MODERNA ALIMENTOS S.A., alcanzó un total de activos de USD 103,15 millones, de los cuales el USD 94,15 millones son activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 4: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN DICIEMBRE 2016)

Activos	Monto (USD)	Participación (%)
Disponibles	9.567.150	11,99%
Exigibles	18.473.033	21,06%
Realizables	21.687.315	19,37%
Propiedad Planta y Equipo	36.666.048	39,25%
Otros activos	7.760.920	8,33%
TOTAL	94.154.465	100,00%

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de diciembre de 2016 suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 2 de la Sección I, del Capítulo IV, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), que señala que: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos – REVNI; y, las inversiones en acciones en

compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 2 de la Sección I, del Capítulo IV, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de diciembre de 2016, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 65,95 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 52,76 millones, cifra que genera una cobertura de 5,28 veces sobre el monto de capital correspondiente al papel comercial el mismo que asciende a USD 10,00 millones, determinando de esta manera que la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial de MODERNA ALIMENTOS S.A., se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN DICIEMBRE 2016)

Descripción	USD
Total Activos	103.150.579
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	2.574.000
(-) Activos Gravados (USD)	8.996.114
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ² (USD)	2.025.186
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	5.900.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ³ (USD)	
(-) Derechos Fiduciarios ⁴ (USD)	17.126.989
(-) Saldo de REVNI (USD)	
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵ (USD)	577.450
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	65.950.840
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	52.760.672
Capital Emisión de Papel Comercial (USD)	10.000.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	6,60
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	5,28

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 31 de diciembre de 2016, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 2,20 veces⁶ sobre los pasivos totales u otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Subtítulo I del Título III, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto,

¹ "La verificación realizada por la calificadoradora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadoradora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor."

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

³ En los que el Emisor haya actuado como Originador.

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

⁵ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

⁶ (Total Activos Deducidos – Obligaciones emitidas) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial de MODERNA ALIMENTOS S.A., así como de los valores que mantiene en circulación representan el 12,86% del 200% del patrimonio al 31 de diciembre de 2016, y el 25,72% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (DICIEMBRE DE 2016)

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	61.808.727
200% del Patrimonio (USD)	123.617.454
Saldo de Capital Primera Emisión de Obligaciones	5.900.000
Tercera Emisión de Papel Comercial	10.000.000
Total Emisiones (USD)	15.900.000
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	12,86%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	25,72%

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras, contenidas en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados proyectado de la compañía, arroja que entre los años 2016 y 2018 la compañía alcanzaría una utilidad neta que pasaría de USD 6,53 millones a USD 7,26 millones respectivamente, la cual estaría sustentada por los acontecimientos que se mencionan posteriormente.

CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (MILES USD)

Rubro	2016	2017	2018
Ventas Netas	142.638	146.304	150.026
Costo de Ventas	104.998	107.878	110.886
Utilidad Bruta	37.640	38.426	39.140
Gastos de Ventas	16.625	17.087	17.214
Gastos Administrativos	9.413	9.769	10.176
Total Gastos Operacionales	26.038	26.857	27.390
Utilidad Operacional	11.602	11.570	11.750
Gastos financieros	3.225	2.770	2.445
Utilidad Antes de Impuestos y Participación	8.377	8.799	9.305
Impuesto a la renta	1.843	1.936	2.047
Utilidad Neta	6.534	6.863	7.258

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las cifras contenidas en el Estado de Resultados proyectado, muestran que las ventas netas de la compañía incrementan año tras año, en un promedio de 2,56% entre los años 2016 y 2018, esto sustentado en las decisiones estratégicas de la compañía que han venido siendo alcanzadas durante el transcurso del año que precede a los proyectados, adicionalmente, para este crecimiento se toma en cuenta la repotenciación de la línea de panadería que tuvo un importante impacto en el año 2015, lo cual permitió aumentar la capacidad de producción. Así mismo durante el año 2018 el incremento en ventas estaría sustentado en el crecimiento de las ventas de harina, que es el principal producto de la compañía. Cabe indicar que se prevé que el precio de la harina continúe en los niveles del año 2015.

Así mismo, se considera un margen decreciente proveniente de la línea de distribución (especialmente aceites), lo cual haría que en el año 2016 se reajusten estrategias enfocadas en el abandono de ciertas sublíneas. Finalmente, se estima que los precios de las materias primas en general no se mantengan en los

niveles del año 2015 por mucho tiempo más, por lo que atado al crecimiento del costo del trigo, se podría obtener un crecimiento del costo de los derivados (harina) lo que hace que la línea industrial, al ser la división de negocio de mayor aporte a mix de ventas, empuje el crecimiento de los ingresos a niveles cercanos a los obtenidos en el 2015.

En cuanto a los costos de ventas, se debe indicar que su participación sobre las ventas netas evidencia una representación creciente dentro del periodo analizado, al pasar de USD 105,00 millones (73,61% de las ventas) en el 2016 a USD 110,89 millones (73,91% de las ventas) en el 2018, aumento que considera un incremento en los precios del trigo, que es la principal materia prima dentro del proceso de producción de la compañía. Cabe indicar que la composición del costo de ventas se mantiene con la misma estructura en el costo de su materia prima, costos indirectos de fabricación, costo de mano de obra directa y participación laboral. Lo mencionado conlleva a que la compañía arroje una utilidad bruta que descienda en su participación sobre las ventas netas, pasando de 26,39% (USD 37,64 millones) en el 2016 a 26,09% (USD 39,14 millones) en el 2018.

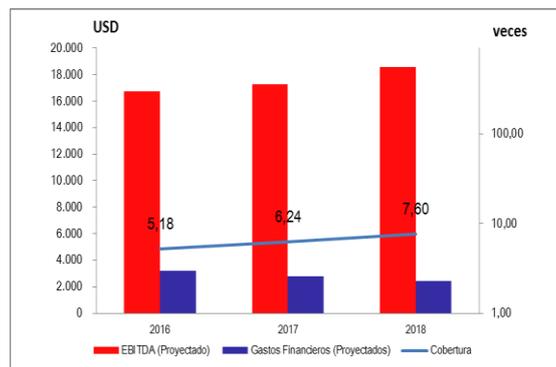
Después de descontar los gastos operacionales, que están compuestos por gastos de ventas y gastos de administración, donde cada uno representaría en promedio (2016-2018) el 11,60% y el 6,69% de las ventas respectivamente, la empresa arrojaría una utilidad operacional que entre los años 2016 y 2018 disminuiría en términos monetarios así como en su participación sobre las ventas, debido a la caída que presentaría el margen bruto, así como de las ligeras fluctuaciones que demostrarían los gastos operacionales.

Posteriormente, se registran gastos financieros, los mismos que representarían en promedio el 1,93% de las ventas.

Finalmente, las proyecciones determinan una utilidad neta, que conforme los antecedentes expuestos se presentaría creciente en su participación sobre las ventas netas, puesto que pasaría de 4,58% (USD 6,53 millones) en el año 2016 a 4,84% (USD 7,26 millones) en el año 2018.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros, que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva, la misma que pasaría de 5,18 veces en el año 2016 a 7,60 veces en el año 2018, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada de los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan ampliamente a los gastos financieros que registraría.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, el mismo que en primera instancia parte de la utilidad neta y presenta movimientos que no generan flujo de efectivo, también están registrados los movimientos normales de la operación, en los que destacan las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar tanto comerciales como relacionadas, adicionalmente están los movimientos de inventarios los cuales evidencian desembolsos de efectivo con la finalidad de seguir incrementando la operación. Posteriormente

está el flujo correspondiente a actividades de inversión, en el cual se nota importantes recursos destinados a la compra de propiedad planta y equipo. Finalmente está el flujo originado por actividades de financiamiento, donde los movimientos contemplan los recursos provenientes del nuevo proceso de emisión papel comercial, así como los pagos de los procesos que la compañía mantiene vigentes en el Mercado de Valores y los otros préstamos.

CUADRO 8: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (MILES USD)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2016	2017	2018
Utilidad Neta	6.534	6.863	7.258
Depreciación	3.851	4.392	5.427
Provisión por Cuentas x Cobrar	131	23	24
Provisiones por beneficios a empleados	112	116	120
ACTIVIDADES QUE NO AFECTAN FLUJO DE EFECTIVO	10.628	11.394	12.828
Cuentas por cobrar clientes	(3.414)	(611)	(620)
Cuentas por Cobrar a compañías relacionadas	(813)	(51)	(52)
Otras cuentas por cobrar	(79)	(12)	(12)
Anticipos entregados	(9)	(26)	(27)
Inventarios	(4.627)	(880)	(919)
Impuestos por cobrar	557	(94)	(98)
Aumento o disminución en cuentas del Activo	(8.385)	(1.674)	(1.728)
Proveedores	(2.983)	2.128	1.630
Cuentas por Pagar compañías relacionadas	886	88	92
Anticipos recibidos	1	3	3
Impuestos por pagar	3	9	10
Pasivo por impuestos diferidos	53	49	51
Provisiones y Otras Cuentas por Pagar	110	100	105
Aumento o disminución en cuentas del Pasivo	(1.929)	2.377	1.890
FLUJO NETO UTILIZADO POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	314	12.097	12.989
Propiedad, Planta y Equipo, Neto	(5.000)	(10.350)	(13.850)
Otros Activos	(1)	(3)	(3)
FLUJO NETO ORIGINADO POR ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(5.001)	(10.353)	(13.853)
Obligaciones Financieras de Corto plazo	4.444	735	14.659
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	(3.947)	(7)	(2.322)
II Programa de Papel Comercial	(9.226)	-	-
Porción Corriente Emisión de Obligaciones	1.000	(1.000)	-
Emisión de Obligaciones	(2.400)	(1.400)	(1.400)
III Programa de Papel Comercial (A) – Captación	10.000	10.000	-
III Programa de Papel Comercial (A) – Pago	(5.000)	(10.000)	(5.000)
III Programa de Papel Comercial (B) – Captación	5.000	5.000	-
III Programa de Papel Comercial (B) – Pago	-	(5.000)	(5.000)
FLUJO NETO ORIGINADO POR ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	(129)	(1.671)	938
Movimiento Neto de Caja	(4.817)	73	74
Caja Inicial	7.670	2.853	2.926
CAJA FINAL CALCULADA	2.853	2.926	3.001

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, se debe indicar que el flujo de efectivo en el año 2016 arroja un movimiento de caja negativo (USD -4,82 millones) debido al importante crecimiento de propiedad planta y equipo, sin embargo el resultado positivo de la caja inicial de su año previo han hecho que la empresa tenga un flujo final positivo durante dicho año. Además es importante indicar que de la operación normal del negocio de cada año MODERNA ALIMENTOS S.A. genera un flujo aceptable para cubrir el pago de las obligaciones.

El comportamiento histórico y las perspectivas futuras del sector permiten prever que este escenario de estrés tiene poca probabilidad de ocurrencia, sin embargo, la compañía tiene plena capacidad de reacción frente a cualquier contingente de este tipo, sea mediante financiamiento en la provisión de materia prima (la política

de crédito de Seaboard es altamente flexible frente a las necesidades de Moderna, teniendo carta abierta para que los plazos de pago se amplíen hasta 360 días), o a través de la utilización de líneas de crédito vigentes en el sistema financiero local y/o internacional. En este último punto, es relevante mencionar que la compañía logró conseguir financiamiento internacional en condiciones favorables, destacándose los créditos con la International Finance Corporation (IFC) y la Interamerican Investment Corporation (IIC), por montos de USD 8,00 millones y USD 5,00 millones, respectivamente, adquiridos en el año 2011 .

Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado

Comparando los resultados reales con los proyectados para diciembre de 2016, se observa que las proyecciones establecidas en un inicio varían ligeramente en su comportamiento con respecto de los rubros reales obtenidos por MODERNA ALIMENTOS S.A., es así que las ventas alcanzaron un cumplimiento de 97,23% frente a lo estimado, lo que indica que las estrategias implementadas por la compañía supieron sobrellevar adecuadamente la situación adversa de la economía, sin duda sumada a que el trigo es un producto de primera necesidad, por lo que la compañía no ha sufrido una caída importante de ventas y se encontró cerca de las proyecciones realizadas en un inicio.

En cuanto a los costos de ventas se debe indicar que la compañía proyectó alcanzar la suma de USD 105 millones para diciembre de 2016, no obstante, la situación real a diciembre 2016 llegó a ser de USD 97,79 millones, lo que significó un cumplimiento del 93,14% de lo proyectado, con lo cual el margen bruto real llegó a ser de USD 40,90 millones, permitiéndole alcanzar un cumplimiento del 108,65%, superior al que se tenía presupuestado, lo que evidencia el adecuado manejo de sus costos de ventas y sus buenas políticas de precio.

Los gastos operativos de igual forma superaron lo proyectado (108,42%), lo que no influyó de manera negativa sobre la utilidad operativa, pues ésta registró un cumplimiento de 109,16% frente a lo proyectado, mostrando la capacidad que tiene la empresa para generar flujos operativos positivos y cubrir con ello sus obligaciones.

Se pudo apreciar también que para diciembre del 2016 los gastos financieros fueron inferiores a los proyectados, y después de descontar otros egresos que no se habían contemplado en la proyección e impuesto a la renta, la compañía generó una utilidad neta con un cumplimiento del 80,58% sobre lo estimado.

CUADRO 9: ESTADO PROYECTADO VS REAL (Miles USD)

Rubro	Proy Dic-16	Real Dic-16	Cumplimiento
Ventas Netas	142.638	138.688	97,23%
Costo de Ventas	104.998	97.793	93,14%
Utilidad Bruta	37.640	40.895	108,65%
Gastos de Ventas	16.625	17.974	108,11%
Gastos Administrativos	9.413	10.256	108,96%
Total Gastos Operacionales	26.038	28.230	108,42%
Utilidad Operacional	11.602	12.665	109,16%
Gastos financieros	3.225	2.446	75,83%
Otros Ingresos (egresos)		(2.219)	-
Utilidad Antes de Impuestos y Participación	8.377	8.000	95,50%
Impuesto a la renta	1.843	2.735	148,40%
Utilidad Neta	6.534	5.265	80,58%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

En lo que respecta al análisis del flujo de efectivo, se pudo apreciar que a diciembre del 2016 el flujo final de caja fue de USD 9,38 millones lo que determina que la compañía genera los recursos propios suficientes para cubrir sus necesidades y cumplir con sus compromisos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos

que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con sus obligaciones con costo, así como con los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los numerales 1.1, 1.2, y 1.4 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El FMI determinó que para el año 2016, el crecimiento mundial fue perdiendo fuerza a raíz de una desaceleración en Estados Unidos y el voto en Gran Bretaña a favor de abandonar la Unión Europea, por otro lado, pronosticó un ligero repunte a partir del 2017 (+3,4%), impulsado principalmente por el dinamismo de los mercados emergentes (entre ellas Rusia y Brasil⁷).

Ocho años después de la crisis financiera mundial, la recuperación sigue siendo precaria y se plantea la amenaza de que un estancamiento persistente, particularmente en las economías avanzadas, puedan avivar los llamados a adoptar medidas populistas a favor de restringir el comercio y la emigración. Ante esto el FMI subrayó la necesidad urgente de adoptar un enfoque integral, coherente y coordinado con respecto a las políticas, a fin de revitalizar el crecimiento y aplicando políticas monetarias, fiscales y estructurales de manera concertada, dentro de cada país, a lo largo del tiempo y entre los distintos países.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados al cierre de diciembre de 2016 o los más próximos disponibles a dicha fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 10: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (miles USD 2007) 2016 Previsión	69.154.704	Inflación anual (XII/2016)	1,12%
Deuda Externa Pública como % PIB (XII/2016)	26,7%	Inflación mensual (XII/2016)	0,16%
Balanza Comercial (millones USD X/2016)	1.201,8	Inflación acumulada (XII/2016)	1,12%
RI (millones USD XII/2016)	4.258,85	Remesas (millones USD) (IX/2016)	666,4
Riesgo país (EMBI al 31 de diciembre de 2016)	647,00	Índice de Precios al consumidor (XII/2016)	101,60
Precio Promedio Barril Petróleo WTI (USD al 31-dic-16)	53,72	Desempleo (IX/2016)	6,68%

Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

El **Producto Interno Bruto (PIB)**, de acuerdo a las cifras reportadas por el Banco Central del Ecuador, evidencian que, para el año 2015, el Gobierno Nacional estimó inicialmente un crecimiento del 4%, sin embargo, la caída en el precio del petróleo y la apreciación del dólar hizo que la economía crezca en 0,3%, porcentaje que es claramente inferior al de años previos y la más baja desde 1999 cuando fue 4,7%.

El informe de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), publicado el 15 de diciembre del 2016, da cuenta de una contracción del **Producto Interno Bruto (PIB)** ecuatoriano del 2% para el cierre de 2016. De acuerdo con los datos del organismo, este resultado parte de una "débil demanda interna", menor inversión y disminución del consumo de los hogares.

⁷ <http://www.imf.org/es/News/Articles/2016/10/03/AM2016-NA100416-WEO>

Otros factores que se toman en cuenta en el informe son la baja del precio del petróleo y el terremoto ocurrido el pasado 16 de abril de 2016. La contracción para el cierre del año se presenta menor a las proyecciones que hizo la Comisión en el mes de octubre, cuando se hablaba de un 2,5%. Es así que en la región se registró que la contracción de la actividad económica pasó de 1,7% en 2015 a 2,4% en el 2016, como consecuencia de la caída de la inversión y del consumo⁸.

Al 31 de diciembre de 2015 las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 20,46 mil millones, inferiores en 22,6% a las compras externas realizadas en similar periodo del año 2014. De acuerdo a la Clasificación Económica de los Productos por Uso o Destino Económico (CUODE) y hasta diciembre de 2015⁹, en valor FOB, los grupos de productos que crecieron fueron: Productos Diversos, mientras que los que disminuyeron fueron los Combustibles y Lubricantes, Bienes de Capital, Bienes de Consumo y Materias Primas. El Gobierno Nacional entre sus políticas económicas fundamentales para los próximos años, se ha planteado la sustitución de productos y servicios importados, con el fin de mejorar la balanza comercial y desarrollar la industria nacional. Al noviembre de 2016, las importaciones totales en valor FOB alcanzaron USD 14.049,90 millones, nivel inferior en relación con las compras externas realizadas durante enero y noviembre de 2015 (USD 19.059,10 millones), lo cual representó una disminución del 26,30%.

Exportaciones totales.- La cifra de las exportaciones petroleras en valor FOB entre enero y diciembre de 2015, al ser comparada con la alcanzada en el mismo periodo de 2014, muestran una disminución de 49,7% pasando de USD 13,30 mil millones a USD 6,70 mil millones respectivamente, mientras que las exportaciones no petroleras registradas durante el año 2015, totalizaron un valor FOB de USD 11,67 mil millones, monto inferior en 6,1% con respecto al mismo periodo en el año anterior, que fue de USD 12,43 mil millones. Dentro de las exportaciones no petroleras, los productos que mayor participación porcentual tuvieron durante el año 2015 fueron: banano y plátano, camarón y productos del mar entre los principales. Para noviembre de 2016, las exportaciones totales alcanzaron USD 15.210,20 millones, en términos relativos fueron menores en 10,50% con relación al mismo periodo de 2015 (USD 16.992,80 millones). Para noviembre de 2016, las exportaciones petroleras en valor FOB experimentaron una disminución del 22,60% frente a su similar periodo de 2015, pasando de USD 6.325,50 millones a USD 4.898,60 millones, mientras que las exportaciones no petroleras para ese mismo periodo fueron de USD 10.311,6 millones, monto inferior en 3,40% respecto de noviembre de 2015, dentro de las exportaciones no petroleras tradicionales las participaciones de los principales fueron: banano y plátano, camarón, cacao y elaborados, atún y pescado, y, café y elaborados; en las no tradicionales destacaron enlatados de pescado, flores naturales, entre otros.

La producción diaria de crudo¹⁰ en nuestro país en noviembre de 2016, en lo concerniente a Empresas Públicas alcanzó un promedio diario de 430,7 mil barriles, de los cuales el 100% perteneció a Petroamazonas EP; la producción de Operadora Río Napo la asumió Petroamazonas EP, mientras que la producción promedio diaria de crudo de las empresas privadas ascendieron a 113,1 mil barriles. El **precio promedio del barril de petróleo WTI** de acuerdo a cifras del BCE, a diciembre de 2016 alcanzó un valor promedio de USD 46,86 por barril¹¹. De acuerdo a cifras de Indexmundi, el precio promedio a diciembre de 2016 se ubicó en USD 52,61 por barril, mientras que entre enero y diciembre de 2016 fue de USD 42,84 por barril en promedio¹².

⁸ <http://www.elcomercio.com/actualidad/cifras-negativas-crecimiento-ecuador-cepal.html>

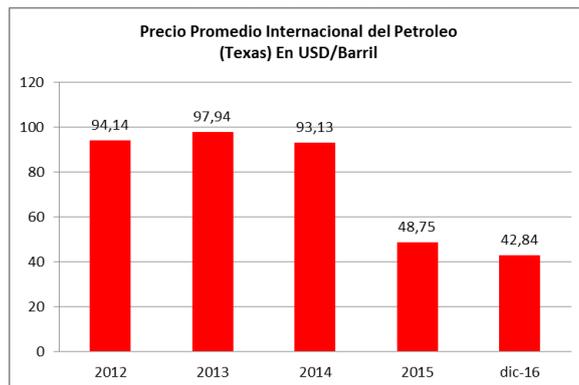
⁹ Información disponible más reciente en los boletines del BCE

¹⁰ Información disponible más reciente en el BCE

¹¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/776>

¹² <http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo&meses=120>

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Indexmundi / Elaboración: Class International Rating

Una baja moderada pero sostenida del precio del petróleo se vive a escala mundial desde junio de 2015, sin embargo, en países productores de crudo como es el Ecuador se debe sumar el factor adicional del diferencial o castigo por su menor calidad que también se ha ampliado¹³.

La actividad económica del país fue impulsada en gran medida por la alta disponibilidad de fondos que ha tenido el Gobierno ecuatoriano, recursos que a su vez vieron favorecidos por un alto precio promedio del barril de petróleo, sin embargo, la tendencia internacional inestable de dichos precios, ha llamado la atención del Gobierno ecuatoriano, pues la caída por debajo del precio presupuestado, pondría en problema la caja fiscal y generaría un déficit de fondos para la economía del país, determinando además que para el Ecuador el efecto de una caída de precios del crudo es directo ya que el gasto público se financia básicamente con los recursos petroleros. El precio del barril del petróleo en diciembre de 2016 fue de USD 53,72, ubicando en un precio en niveles que no se veían en más de diez años, además que el crudo ecuatoriano al ser más pesado, se lo compra a un menor precio (alrededor de USD 10,00 menos)¹⁴.

La **recaudación de impuestos** durante el año 2015 alcanzó un valor de USD 13,95 mil millones, manteniendo la tendencia creciente de los ejercicios anteriores, siendo así, esta cifra presentó un crecimiento del 2,45% frente a los USD 13,62 mil millones del año 2014 (USD 12,76 mil millones en el 2013). Al 31 de diciembre de 2016 la recaudación de impuestos sin remisión y con contribuciones solidarias registró un monto de USD 12.226,78 millones, inferior a lo alcanzado en similar periodo de su año previo (USD 13.371,62 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a diciembre de 2016 se destacan: El IVA con USD 4.374,85 millones, seguido de IR (Impuesto a la Renta) (USD 3.946,28 millones), así como el ISD (Impuesto a la salida de divisas) (USD 964,66 millones), el ICE (Impuesto a los Consumos Especiales) (USD 674,27 millones).

La **inflación** en el país a partir de la circulación del dólar de los Estados Unidos como moneda oficial del Ecuador, ha logrado mantener la variación del crecimiento de precios estable, en cifras próximas e incluso menores al 3% anual. Para el año 2014 Ecuador registró una inflación anual 3,67%, mientras que para diciembre de 2015 la inflación anual fue de 3,38%, porcentaje inferior a la de su periodo precedente. En diciembre del 2016, el país registró una inflación mensual de 0,16%, dato que refleja una mejora en el dinamismo de precios. En diciembre del 2015, la inflación mensual llegó a 0,09%.

En referencia al **salario mínimo vital nominal promedio**, se aprecia que al cierre de diciembre de 2016, este alcanzó un monto de USD 426,92, mientras que el **salario unificado nominal**, fue fijado en USD 366,00, el mismo que incrementó en un 3,39% frente al salario unificado nominal del año 2015 (USD 354,00), éste incremento es el más reducido de los últimos nueve años. El aumento en el salario unificado nominal va de acuerdo a una reforma laboral impuesta por el Gobierno ecuatoriano, cuyo objetivo es que los salarios progresivamente se equiparen con el costo de la canasta básica familiar, la misma que al mes de enero de

¹³ <http://www.elcomercio.com/actualidad/barril-petroleo-ecuadoriano-baja-precio.html>

¹⁴ <http://expreso.ec/expreso/plantillas/nota.aspx?idart=8809035&idcat=38229&tipo=2>

2017, se ubicó en USD 701,93¹⁵, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de 700,00 dólares sin incluir fondos de reserva, es decir, con una cobertura del 99,72%.

Al referirnos a la **tasa urbana de empleo adecuado** se debe mencionar que la última encuesta de indicadores laborales, publicada por el INEC, revela que la tasa de empleo nacional adecuado a septiembre de 2016 alcanzó el 47,5%, 6,9 puntos porcentuales inferior con respecto al mismo mes del año 2015 (54,4%). Por otro lado, la **tasa de pobreza** (septiembre 2016) de la población nacional urbana del Ecuador se situó en 14,5%, presentando una tasa inferior en frente a su similar período del año 2015 (15,0%). El nivel de **desempleo/desocupados**¹⁶ (tasa de desocupación total) a septiembre de 2016, llegó a 6,7%.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés**, no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial fue de 5,12% para diciembre de 2016, mientras que la tasa activa referencial fue de 8,10% existiendo un spread de tasas activas y pasivas referenciales para el mes de diciembre de 2016 de 2,98%. El volumen del crédito otorgado por el sistema financiero nacional tuvo una variación importante, es así que a noviembre de 2016, el volumen de crédito entregado fue de USD 2.832,1 millones, mientras que al mismo periodo de 2015 llegó a USD 1.882,4 millones.

El flujo de **remesas**¹⁷ familiares que ingresó al país durante el 2015 sumó USD 2.377,80 millones, cifra que fue inferior en un 3,4% con respecto de lo reportado en el 2014, esta disminución se atribuye a la coyuntura económica de los principales países donde residen los emigrantes ecuatorianos (Estados Unidos de América, España e Italia, entre otros), así como la depreciación del euro con respecto al dólar en 19,6% en el periodo 2015. El flujo de remesas recibidas en el país durante el tercer trimestre de 2016 sumó USD 666,4 millones, cifra inferior en un 0,4% con relación al segundo trimestre de 2016 (USD 669,5 millones), y mayor en un 8,1% con respecto al tercer trimestre de 2015 (USD 616,3 millones). La variación del flujo de remesas y número de giros recibidos en el país durante el tercer trimestre de 2016, se encuentra relacionada con la situación económica de los principales países: Estados Unidos de América, España, Italia, entre otros, donde residen emigrantes ecuatorianos. De acuerdo a la última medición de remesas, conforme información reportada por el BCE, se confirma la presencia de emigrantes ecuatorianos en México, Chile, Perú, Canadá y Colombia, que aportaron con el 5,5% (USD 36,8 millones) al flujo semestral de remesas recibido en el país. De igual manera desde naciones Europeas como Reino Unido, Alemania, Suiza, Francia y Bélgica, se canalizó el 3,1% (USD 20,4 millones) del total de remesas receptado en Ecuador¹⁸.

El Ecuador recibió USD 772,94 millones por concepto de **inversión extranjera directa (IED)** en el año 2014, según el último informe del Banco Central (BCE), presentando un incremento frente a la IED recibida en el año 2013 que sumó un monto total de USD 726,81 millones. Al 31 de diciembre de 2015, la IED arrojó un valor de USD 1.321,42 millones, evidenciando la tendencia creciente registrada históricamente. El monto por IED mencionado responde principalmente al impulso dado en el país a actividades económicas de Explotación de Minas y Canteras, Comercio, Industria Manufacturera, Servicios prestados a las empresas, entre las más importantes. Para el segundo trimestre del año 2016 la inversión extranjera directa ascendió a un total de USD 206,11 millones.

Para el mes de diciembre de 2016, de acuerdo a información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 25.679,30 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses, ésta cifra presentó un incremento con respecto a diciembre de 2015 (USD 20.225,2 millones), mientras que el **saldo de deuda externa privada** hasta octubre de 2016 fue de USD 8.240,1 millones, evidenciando un incremento frente a lo registrado a diciembre de 2015 (USD 7.517,10 millones) conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Asimismo, un punto importante a ser mencionado en este ámbito es que el gobierno nacional todavía tiene espacio para contratar deuda de acuerdo a la norma legal vigente considerando que según lo establece la normativa respectiva, el límite legal para la **relación deuda**

¹⁵ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2016/InflacionNoviembre2016/IPC_Presentacion_IPC_octubre_16.pdf
<http://www.ecuadorencifras.gob.ec/canasta/>.

¹⁶ Información disponible más reciente en el BCE.

¹⁷ <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201505.pdf>, última información registrada.

¹⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201606.pdf>

/PIB es del 40%, la misma que según el BCE y el Ministerio de Finanzas del Ecuador a octubre de 2016, se encontró en 39,60%.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha presentado variables, puesto que el 2014 se redujeron hasta registrar un saldo de USD 3.949,1 millones, situación similar se evidenció al cierre de 2015, pues las RI, registraron USD 2.496,0 millones, determinando que los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 31 de diciembre de 2016 las reservas internacionales registraron un saldo USD 4.258,85 millones.

La calificación crediticia del país en mercados internacionales, para finales del año 2015, la firma Standard & Poor's redujo la calificación que había otorgado al Ecuador, llevándola de "**B+ (Positivo) a "B"**, debido a un deterioro de las cuentas fiscales y externas, producto de la caída en los precios del petróleo, así como una mayor tensión entre el gobierno y la sociedad¹⁹. Por otro lado, en una nueva revisión a la calificación crediticia del país en mercados internacionales, la agencia FITCH revisó a "negativo" desde "estable" el panorama para la calificación "**B"** de Ecuador, por un deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía de uno de los productores más pequeños de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la entidad calificadora señaló que los indicadores de solvencia externa y liquidez del país sudamericano se han debilitado²⁰.

En este punto resulta importante mencionar que la calificación crediticia que posee Ecuador ha ocasionado un importante incremento en el riesgo país, lo cual dificulta el conseguir financiamiento en el mercado internacional, manteniendo únicamente la fuente de financiamiento proveniente de China, la misma que en ciertos casos es desfavorable debido a las altas tasas de interés o por la venta futura de petróleo.

En términos generales, en el mediano plazo la creciente participación y regulación de la actividad económica por parte del Gobierno ecuatoriano genera cierta incertidumbre en su sostenibilidad ya que esta depende en gran medida de sus ingresos petroleros y estos, a su vez presentan una tendencia a la baja, con lo cual la caída del precio del crudo genera incertidumbre, en especial respecto a la inversión y gasto público, lo que obliga a moderar las expectativas de crecimiento.

En relación a lo sucedido con la disminución en el precio del petróleo, se debe mencionar el alza que viene presentando el dólar en comparación de las principales monedas del mundo, es así que el dólar ha presentado una apreciación importante en los últimos meses²¹. El efecto de este incremento estaría reflejado en las exportaciones de los países dolarizados que serán más caras y menos competitivas, mientras que las importaciones se abaratarán. Quienes ganan con esta alza son los consumidores, que tendrán acceso a productos importados a menores precios, sin embargo, los que pierden podrían ser las empresas que se dedican a la producción, por las dificultades de exportación y por la competencia interna²². Se debe mencionar que por la apreciación del dólar, mucha gente ha visto la oportunidad de sacar capitales y realizar compras en los países fronterizos debido a que sus monedas han sido devaluadas.

Como consecuencia de la baja del precio del petróleo y la apreciación del dólar el panorama externo ha modificado las previsiones relacionadas con la balanza de pagos del país, por lo que el gobierno nacional se ha visto en la necesidad de aplicar medidas para regular el nivel general de las importaciones y así equilibrar la balanza comercial. Una de las medidas adoptadas que afectó de manera directa a varias industrias que se desenvuelven en el mercado bursátil es la aplicación de salvaguardias de hasta un 45% a las importaciones, la mencionada disposición afecta a 2.800 productos con una sobretasa del 5% para bienes de capital y materias primas no esenciales, un 15% para bienes de sensibilidad media, un 25% a neumáticos, cerámica, ckd de televisores y ckd de motos y finalmente una sobretasa de 45% para bienes de consumo final, entre los que se

¹⁹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/finanzas-ecuador-riesgocrediticio-economia.html>

²⁰ <http://www.eluniverso.com/noticias/2016/08/25/nota/5763156/calificadora-fitch-baja-perspectiva-crediticia-ecuador-negativa>

²¹ <http://www.finanzas.com/noticias/mercados/bolsas/20150313/paridad-euro-dolar-pero-2892376.html>

²² <http://dinero.univision.com/prosperidad/articulo/2014-10-02/cinco-maneras-en-que-el-alza-al-dolar-nos-afecta>

incluyen televisores y motocicletas. Inicialmente, las salvaguardias tenían una vigencia de 15 meses a partir del 11 de marzo de 2015, tiempo en el cual se realizaron evaluaciones periódicas y una vez concluido el plazo se haría un cronograma de desgravación²³. Cabe indicar que en el mes de noviembre de 2015 Ecuador envió a la Organización Mundial de Comercio un cronograma de desmantelamiento progresivo de las salvaguardias a realizarse durante el año 2016²⁴, sin embargo con lo sucedido en las ciudades costeras a causa del terremoto ocurrido en el mes de abril del mismo año y debido a la persistencia en las dificultades externas que determinaron la adopción de estas salvaguardias, el Comité de Comercio Exterior (COMEX) decidió diferir por un año más el cronograma de desmantelamiento de las salvaguardias²⁵, no obstante el Gobierno suavizó las salvaguardias, determinando que la tarifa más elevada de 40% se reduzca al 35% y la 25% al 15%.

Con fecha 11 de noviembre de 2016 Ecuador y la Unión Europea (UE) firmaron su acuerdo comercial multipartes²⁶. El mecanismo comercial permitirá el acceso de la oferta nacional exportable sin aranceles y el acceso a un mercado de 614 millones de personas, se prevé entre en vigencia el 01 de enero de 2017, siempre y cuando se cumpla la ratificación en los legislativos de las partes.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

MODERNA ALIMENTOS S.A. fue constituida mediante escritura pública otorgada ante el Notario del cantón Quito bajo la denominación de PANIFICADORA MODERNA S.A., el 21 de marzo de 1956 e inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 24 de marzo del mismo año, con una duración de 25 años. Posteriormente y bajo varios actos jurídicos en ámbito de aumento de capital y reforma y codificación de los estatutos sociales de la compañía, se debe mencionar entre los más importantes la extensión de la duración de la compañía, pasando ésta a ser de 50 años contados a partir de la fecha de inscripción de la escritura pública (04 de julio de 1991), así como el cambio de denominación al actual nombre que lleva.

El objeto social con el que MODERNA ALIMENTOS S.A. fue constituida presenta las siguientes actividades: a) la elaboración, importación, exportación, distribución y comercialización de todo tipo de productos alimenticios y de bebidas, incluidas, pero no limitadas a, gaseosas, jugos, bebidas alcohólicas, cervezas, energizantes, etc. de consumo humano y animal en todas sus fases y estados. b) El cultivo, explotación y comercialización de productos agrícolas sea en estado natural, elaborados o semielaborados. c) La cría, reproducción y comercialización de productos agrícolas sea en estado natural, elaborados o semielaborados, entre otras actividades.

MODERNA ALIMENTOS S.A., presenta una reseña histórica con varios acontecimientos relevantes, dentro de los cuales destacan adquisiciones y fusiones sobre compañías que se desenvolvían dentro del mismo mercado del emisor y firmas de convenios con importantes compañías internacionales, con lo cual transformó su estructura de negocio familiar a una estructura corporativa con la participación de multinacionales de gran trayectoria en el mercado de la producción y comercialización de trigo a nivel internacional.

La actividad principal en la actualmente se desenvuelve la compañía está relacionada con la elaboración, importación, exportación, distribución y comercialización de todo tipo de productos alimenticios de consumo humano en todas sus fases y estados, principalmente el trigo y sus derivados.

La operación de la compañía está regida bajo tres líneas de negocio, una de ellas es la *Línea Industrial* que es la de mayor participación en ventas de la empresa, con alrededor de 10 marcas enfocadas en segmentos Premium, medias y económicas, por otro lado está la *Línea de Consumo* que en sus inicios estuvo enfocada como un negocio de panadería fresca para posteriormente incursionar en productos con valor agregado sobre el trigo, finalmente esta la *Línea de Distribución* que es la encargada de comercializar los productos de la

²³ <http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios-salvaguardias-productos-comercio-exterior.html>

²⁴ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-cronograma-salvaguardias-pagos-balanza.html>

²⁵ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-salvaguardias-comex-equilibrar-balanza.html>

²⁶ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-firma-acuerdo-unioneuropea-exportaciones.html>. Si está pensando en hacer uso del mismo, por favor, cite la fuente y haga un enlace hacia la nota original de donde usted ha tomado este contenido. ElComercio.com

empresa denominada Reyventas S.A. A continuación en el siguiente cuadro se realiza una descripción de cada línea.

CUADRO 11: LÍNEAS DE NEGOCIO

Líneas de Negocio	Descripción	Productos	Marcas
Línea Industrial	Producción de harina de trigo, subproductos, trigo, panificación, pastificio, galletería	Harinas, trigo como materia prima, afrecho, granillo, productos complementarios para el proceso de panificación.	Harina Pani Plus, Galli top, Luz de América, Estrella de Octubre, Trébol Rojo, El Cóndor, entre otras.
Línea Consumo Masivo	Negocio de valor agregado de productos relacionados con el trigo	Panadería fresca y empacada, pan empacado, harina, pre mezclas, pastificios, avena empacada.	Harina Ya, Gourmet, Fideos Cayambe
Línea Distribución	Comercialización de productos que anteriormente eran distribuidos por la compañía Reyventas S.A.	Aceites comestibles, avena industrial, vinos, licores y conservas de frutas y aceitunas.	Sao, Santa Catalina

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

La comercialización de los productos es distinta para cada línea de negocio, para lo cual la compañía mantiene estructurados distintos canales de distribución en función de cada línea y se los describe de la siguiente forma:

- **Línea Industrial**
 - **Canal Distribuidores:** Son distribuidores ubicados en las zonas más apartadas del país. Estas ventas representan entre el 11% y 12% de las ventas la compañía.
 - **Canal Grandes Industrias:** Son ventas realizadas a seis grandes industrias ecuatorianas, encontrándose clientes como Nestle, Pronaca y más. Estas ventas representan entre el 13% y 14% de las ventas.
 - **Canal de Venta a pequeños y medianos productores:** Compuesto por la fuerza de ventas de la compañía, los cuales llegan a alrededor de 3.000 clientes y los montos de venta están entre USD 300,00 y USD 10.000.
- **Línea Consumo Masivo**
 - **Canal de Supermercados y Autoservicios:** Conformados por grandes supermercados tales como Mi Comisariato, Supermaxi, Tiendas Tía, Gran Akí, Santa María y similares. Estas ventas representan alrededor del 9,73% de las ventas de la compañía.
 - **Canal de Distribuidores:** Conformado por alrededor de 15 distribuidores a nivel nacional. Las ventas de este canal representan entre el 1% y 2% del total de las ventas.
- **Línea Distribución**
 - **Canal Horizontal:** Corresponde a una venta al por menor dirigida hacia consumidores directos, manteniendo características similares al canal de venta a pequeños y medianos productores.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de MODERNA ALIMENTOS S.A., al 31 de diciembre de 2016, asciende a USD 35,73 millones, el cual estuvo conformado por 178.644.477 acciones ordinarias con un valor nominal de USD 0,20 cada una, siendo su composición accionarial la siguiente:

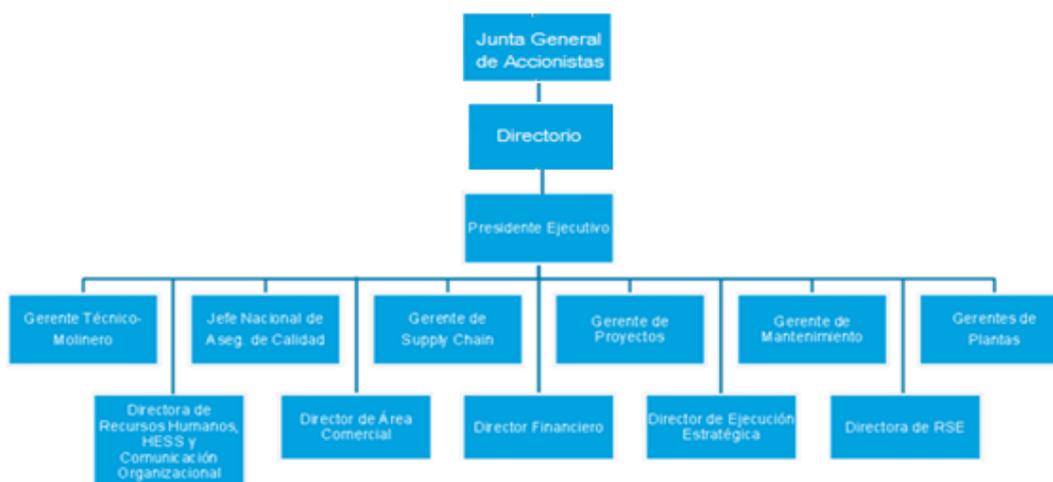
CUADRO 12: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación
ECUADOR HOLDINGS LTD.	35.728.893,20	99,99999%
MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA	2,20	0,00001%
Total	35.728.895,40	100,00%

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

MODERNA ALIMENTOS S.A., presenta dentro de sus estatutos sociales como órgano supremo a la Junta General de Accionistas y determina que ésta será la encargada de la gobernanza de la misma, mientras que la administración y representación estará a cargo del Directorio, el Presidente y el Gerente General, según lo estipulan las funciones de cada uno. Adicionalmente, la compañía cuenta dentro de su estructura con distintas áreas estratégicamente establecidas para un correcto desempeño de su operación. A continuación se muestra el organigrama de MODERNA ALIMENTOS S.A.:

GRÁFICO 3: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente y Elaboración: MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.

Entre los principales administradores con los que cuenta MODERNA ALIMENTOS S.A. en su equipo de trabajo, se encuentran profesionales altamente capacitados y con varios años de experiencia en el cargo en el que se desenvuelven, logrando así conformar una estructura donde predomina el intelecto del personal para lograr una adecuada operación.

CUADRO 13: PRINCIPALES ADMINISTRADORES

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutivo	Rodrigo López
Director Comercial	Pedro Vega
Director Financiero	Beatriz Rivas
Director Gestión Humana	Yudaffin Muñoz
Gerente de Operaciones	Juan González
Gerente de Planta	Isaac Pastor
Gerente de Planta	Segundo Cayambe
Director RSE	Mariela Gómez
Gerente Nacional de Ventas	Juan José Holguín
Gerente Regional de Ventas	Rubén Barros
Supervisor de Ventas	Cristian Montalvo
Supervisor de Ventas	Luis Granada
Administrador	Melo Granja

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Empleados

Al 31 de diciembre de 2016, MODERNA ALIMENTOS S.A., presentó una nómina de 757 empleados cifra inferior a los 776 empleados registrados a junio del 2016, lo que evidencia que la empresa redujo su personal en una cantidad mínima durante el segundo semestre, y llegar a una cantidad similar a la registrada en diciembre 2015 cuando fueron 756 empleados; el personal se encuentra distribuido en las distintas oficinas a nivel nacional, siendo la oficina de Quito la que contó con mayor número de empleados, seguido por la de Manta y Cayambe, además se puede observar que la mayoría de contratos son indefinidos.

Al 31 de diciembre de 2016, MODERNA ALIMENTOS S.A., presentó una nómina de 757 empleados cifra similar a los 756 empleados registrados a diciembre del 2015, lo que evidencia que la empresa no afectó su estructura; el personal se encuentra distribuido en las distintas oficinas a nivel nacional, siendo la oficina de Quito la que contó con mayor número de empleados, seguido por la de Manta y Cayambe, además se puede observar que la mayoría de contratos son indefinidos.

CUADRO 14: DISTRIBUCIÓN DE EMPLEADOS

Tipo de contrato	No. empleados
Empleados	594
Obreros	134
Gerentes	29
Total de Empleados	757

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Es relevante indicar que los empleados de la compañía no han conformado Sindicato o Comité de empresa alguno, que pudieran afectar sus operaciones normales.

Empresas vinculadas o relacionadas

MODERNA ALIMENTOS S.A., mantiene vinculación por gestión con varias compañías del sector mercantil, así también posee participación accionarial sobre otras empresas como se presenta en los siguientes cuadros:

CUADRO 15: VINCULACIÓN POR PARTICIPACIÓN EN CAPITAL

EMPRESA	PARTICIPACIÓN
BAKELS ECUADOR S.A.	39,80%
EL CLUB DE EJECUTIVOS DE QUITO S.A.	0,25%
INDUSTRIAL CATEDRAL S.A.	0,84%
SERVICIOS PORTUARIOS Y DE MANTENIMIENTO DE SILOS SEPYMAN S.A.	2,26%
ECUATORIANA DE GRANOS S.A. ECUAGRAN	1,50%

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 16: VINCULACIÓN POR GESTIÓN

EMPRESA
BAKELS ECUADOR S.A., EMPRESA CONSTRUCTORA BELFI S.A., SARENSECU S.A... ECUAMATIC S.A., KRÜGER A/S, HOTELES DANN LTDA., BOSTON MEDICAL DEVICE ECUADOR S.A. BMD, TORRES AES SOLUCIONES EMPRESARIALES AVANZADAS CIA. LTDA., BIOGENESIS BAGO S.A., REGUS DEL ECUADOR S.A., EUROFARMA S.A., ZURIVIDES CIA. LTDA., BACATE CIA. LTDA., ACCIONA INFRAESTRUCTURAS S.A., CYCASA CANTERAS Y CONSTRUCCIONES S.A., SUN SOLAR MAXX S.A. SUNMAXX, RINA ECUADOR CIA. LTDA., EGIS INTERNATIONAL, MASTERCARD ECUADOR, INC., RENXOEQUADOR S.A., DELTA AIRLINES INC, UNITED PARCEL SERVICE, CO., PAYLESS SHOESOURCE ECUADOR CIA. LTDA., AEROPUBLICA S.A., BRITISH AMERICAN TOBACCO (SOUTH AMERICA) LIMITED, CORPORACION AMERICANA DE RESINAS CORAMED C.A., MODUL HOGAR INMOBILIARIA S.A., NORAGRO SUN S.A., GLOBAL GEOPHYSICAL SERVICIOS S.A., SITECUADOR S.A., ECUMULTINET S.A., MOLINO ELECTRO MODERNO S.A. MEMSA, DISTRIBUIDORA JÁCOME DIBUJA C.L., DISTRIBUCIONES Y REPORESENTACIONES ZEPOL LOPEZ BUNAÑO, DISREZE CIA. LTDA. NUTRAHOLDING S.A., SEABOARD OVERSEAS LIMITED, SEABORD OVERSEAS GROUP. NUTRADELI ECUADOR

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

La compañía no incluye formalmente prácticas de Gobierno Corporativo dentro de sus estatutos, sin embargo dentro de ellos se detallan las funciones y atribuciones de la Junta General de Accionistas, los administradores y representantes de la misma.

Adicionalmente, es importante indicar que el gobierno corporativo de la compañía tiene una visión compartida entre los accionistas locales y los accionistas internacionales. Estos últimos están conformados por varias empresas subsidiarias, formando un grupo empresarial, al cual MODERNA ALIMENTOS S.A., no pertenece, pero si reciben reportes periódicos de indicadores financieros, así como tienen la apertura para participar de forma activa en las decisiones estratégicas y financieras del emisor.

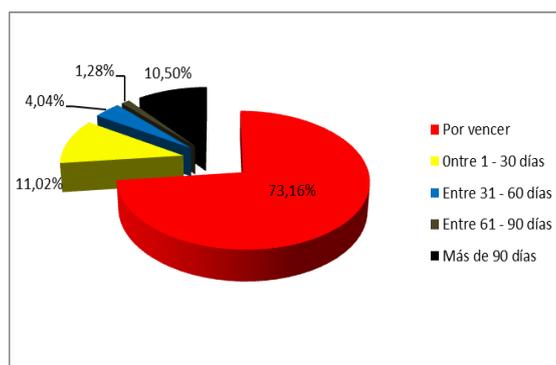
Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

MODERNA ALIMENTOS S.A., posee una amplia gama de clientes gracias al diversificado portafolio de productos que oferta, dentro de éstos se pueden destacar las principales cadenas de distribución y supermercados como lo son: CORPORACIÓN FAVORITA C.A. con una participación del 9,01%, seguido de INDUSTRIAL SURINDU S.A., con el 4,56%, CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. con el 3,98%, PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS con el 3,72% y MOLINOS CHAMPION S.A. con el 3,02% entre los más importantes, el 75,70% restante se encuentra concentrado en otros clientes quienes poseen una participación inferior al 3,00%, sobre el total de las ventas al 31 de diciembre de 2016, de esta manera se evidencia una mitigación del riesgo de concentración de las ventas sobre un determinado cliente.

En la composición de la cartera de la compañía al 31 de Diciembre de 2016, se observa que la mayoría de la cartera estuvo constituida en cartera por vencer con el 73,16%, calificándola como adecuada; posteriormente se encontró la cartera vencida de 1 a 30 días que representó el 11,02% del total de cartera y finalmente la cartera vencida de 31 días en adelante que fue el 15,83%. Es importante indicar que la compañía debería concentrar en mayor medida sus esfuerzos en realizar la operación de cobranza sobre sus cuentas con vencimiento superior a 90 días que representa el 10,50% de la cartera total.

GRÁFICO 4: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA (DICIEMBRE 2016)



Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a las políticas comerciales que maneja la compañía para la concesión de créditos, éstas han sido establecidas según los distintos canales de distribución según se muestra en el siguiente cuadro:

CUADRO 17: POLÍTICA COMERCIAL

Línea	Canal de Distribución	Plazo
Industrial	Distribuidores, Grandes industrias y Pequeños y Medianos Productores	30 días
Consumo	Canal de Supermercados y Autoservicios y Canal de Distribuidores	45 días

Distribución	Canal Horizontal y Ventas Directas	15 días
--------------	------------------------------------	---------

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

MODERNA ALIMENTOS S.A., posee una variedad de proveedores tanto de servicios como de materia prima nacionales e internacionales, al 31 de diciembre del 2016, sobresalen los proveedores en compañías relacionadas con el 51,45%, siendo SEABOARD OVERSEAS LTDA., el más importante que representa el 49% del costo de ventas (proveedor que comercializa al por mayor productos agrícolas es una empresa relacionada); el 44,51% pertenece a proveedores locales en donde ninguno posee una participación superior al 3% del costo de ventas, y finalmente se encuentran los proveedores del exterior que tiene un participación el 4,04% del costos de ventas.

Estrategias y Políticas de la Empresa

Entre las principales estrategias de la compañía se destacan:

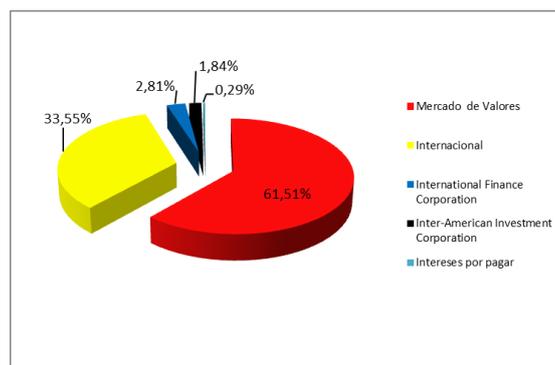
- Política conservadora de endeudamiento, consistente con el crecimiento del negocio y de las inversiones.
- Crecimiento de su producción a través de una nueva planta panificadora en el corto plazo.
- Optimización de procesos.
- Mejorar canales de distribución con la finalidad de llegar a tiendas con productos de consumo con el fin de captar otros segmentos de la población.

Política de Financiamiento

MODERNA ALIMENTOS S.A., dentro de los periodos analizados ha mantenido una diversificada estructura de financiamiento, puesto que esta ha sido financiada por recursos propios, préstamos con entidades financieras y los recursos del Mercado de Valores.

Al 31 de diciembre de 2016, la deuda con costo financió el 25,06% de los activos, la cual estuvo conformada en mayor medida por mercado de valores con un 61,51%, y entidades financieras con un 38,49% cuyas transacciones vigentes comprenden rubros pendientes con entidades nacionales e internacionales e intereses por pagar.

GRÁFICO 5: DEUDA FINANCIERA



Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, es importante indicar que los recursos propios identificados a través del patrimonio de la compañía, son de gran importancia, puesto que financiaron el 59,92% de los activos para diciembre del 2016. Estos estuvieron conformados mayormente por el capital social y los resultados acumulados.

Política de Inversiones

Con la finalidad de alcanzar una eficiencia operativa en todos los procesos de producción en los cuales están envueltos todos los productos que oferta MODERNA ALIMENTOS S.A., la compañía ha mantenido una constante política en destinar importante rubros monetarios como inversión, los mismos que desde el año 2012 y hasta octubre de 2015 el valor ascendió a un total de USD 8,97 millones, de los cuales los rubros de mayor importancia fueron destinados a la nueva línea de producción de pan empacado, la adquisición de Molino Semolero – Cayambe, adquisición de terrenos, entre otros.

Adicionalmente, la compañía también ha realizado inversiones en sistemas contables y de reporte que permitan tener un mejor control de las operaciones y mayor confiabilidad de la información financiera – contable, necesaria para la toma de decisiones gerenciales y estratégicas.

Responsabilidad Social y Ambiental

La responsabilidad social de MODERNA ALIMENTOS S.A se encuentra inmersa en una serie de campañas y programas que van dirigidas tanto para sus colaboradores, público interno, clientes, comunidad y medio ambiente, buscando la sostenibilidad corporativa a través del tiempo, para lo cual cuentan con alianzas estratégicas con instituciones de desarrollo internacional, adicional a un plan de responsabilidad social corporativa que es socializado todos los años.

Dentro de la cultura empresarial; la empresa ha venido formando líderes con un estilo de liderazgo participativo; además ha implementado una campaña de sensibilidad, que con un enfoque en la ética y corresponsabilidad ha comunicado la misión corporativa empresarial; de tal manera que se genere un trato directo con sus clientes reflejándose así con su estrategia de CRM (Customer Relationship Management).

La responsabilidad social también forma parte de las políticas de la empresa; ámbito en el que se ha ejecutado planes de formación básica, en donde se crea programas de capacitación continua y apoyo para terminar el bachillerato dentro de sus colaboradores, y por otro lado se ha creado un voluntariado corporativo en donde se mejoran las condiciones críticas de vivienda y desarrollo familiar de sus colaboradores.

MODERNA ALIMENTOS S.A. ha llevado a cabo programas enfocados a su comunidad tanto a sus clientes artesanales o PYMES, a través de la Asistencia Técnica en el caso de accidentes fortuitos; el programa Orgullo Planificador, que tiene como objetivo principal el incremento de autovaloración y el reconocimiento del Artesano Panificador y además han originado un centro de desarrollo infantil “Ñucata” para niños indígenas con proyectos de vida y la capacidad de romper estructuras de discriminación cultural.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

MODERNA ALIMENTOS S.A. es una compañía anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, Municipalidades, Instituto Ecuatoriano de Normalización, entre otras, a más de leyes específicas como las de contratación pública, defensa del consumidor y propiedad intelectual, entre otras.

Las plantas de MODERNA ALIMENTOS S.A., poseen certificaciones de Buenas Prácticas de Manufactura (BPM) otorgada por Bureau Veritas así como System Certification SGS, la misma que provee a la industria de alimentos soluciones prácticas en temas relacionados con Buenas Prácticas de Manufactura, programas de prerrequisitos y HACCP (Hazard Analysis Critical Control Point).

Adicionalmente, la planta de Cajabamba cuenta con ficha ambiental y plan de manejo del proyecto emitida por el Ministerio del Ambiente.

Riesgo Legal

Al 31 de diciembre de 2016, MODERNA ALIMENTOS S.A. informa mantener varios procesos judiciales de diferente índole, los cuales suman un valor de 0,84 millones que representa el 0,82% del total del activo, lo cual no representan una amenaza para la normal operación de la compañía, corrobora lo que presenta el dominio web de la Función Judicial donde se detallan varios procesos activos que mantiene el emisor.

Presencia Bursátil

MODERNA ALIMENTOS S.A., ha participado anteriormente en el Mercado de Valores, tal como se muestra a continuación:

CUADRO 18: EMISIONES (USD)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital (30-dic-2016)
Emisión de Papel Comercial	2012	Q.IMV.2012.1538	8.000.000	8.000.000	Cancelado
Emisión de Papel Comercial	2014	SC.IRQ.DRMV.2014.01634	10.000.000	10.000.000	Cancelado
Emisión de Obligaciones	2015	SCV.IRQ.DRMV.2015.0203	8.000.000	8.000.000	5.900.000
Emisión de Papel Comercial	2016	SCS.IRQ.DRMV.2016.0683	10.000.000	10.000.000	10.000.000

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Originador, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria y presencia bursátil. Por lo señalado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha dado cumplimiento con lo estipulado en los numerales 1.5 y 1.6 del Artículo 18, de la Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Eventos Importantes

- MODERNA ALIMENTOS S.A ha participado en una serie de eventos en los cuales se ha posicionado dentro de las marcas "Top Mind" del país, dentro de la sección de harinas y polvos para hornear; demostrando así que la empresa establece una buena conexión emocional con el consumidor; del mismo modo en el marco de cultura gourmet, la empresa ha recibido la certificación de calidad otorgada por parte del Ministerio de Industrias y Productividad²⁷.
- MODERNA ALIMENTOS S.A. se ha consolidado como la primera empresa ecuatoriana que ha logrado tres premios simultáneos en el sector panificador; dichos galardones fueron otorgados por el International Taste and Quality Institute (iTQi) a sus productos ejemplares en la línea gourmet; el evento se llevó a cabo en Bruselas y contó con 120 de los Chefs y Sommeliers más importantes del planeta.
- Dentro del ámbito empresarial interno, cabe mencionar que en el 2014 la empresa adoptó un nuevo sistema operativo (SAP) que le permitió tener un mayor control y seguridad respecto a la información financiera y contable que generan los distintos niveles de la organización. Además de ello, actualmente la empresa tienen previsto hacer una inversión en infraestructura, la misma que consiste en la construcción de su nueva planta de panadería a fin de consolidar esta línea de negocio ampliando la producción de su marca gourmet.
- Con fecha 22 de enero de 2016, se distribuyeron dividendos a los accionistas correspondientes a los años 2012 y 2013 por un valor de USD 5,00 millones.
- El siniestro generado a consecuencia del terremoto el pasado 16 de abril, causó un perjuicio a la compañía valorado en USD 2,32 millones, valor que se ha gestionado en conjunto con todos los daños ocurridos en la

²⁷ <http://www.eltiempo.com.ec/noticias-cuenca/151913-moderna-alimentos-recibe-certificacia-n-de-calidad/>

infraestructura de la localidad de Manta para que sean atendidos por AIG Metropolitana, aseguradora que maneja el ramo de propiedad. Por otra parte, en todo lo concerniente a los sobrecostos que se generaron en la importación de trigo, no pudo ser descargada en el puerto de Manta, sin embargo fue desviada al Puerto de Guayaquil, lo cual está siendo manejado por Seguros Equinoccial. Es importante mencionar que aún se deben aplicar los respectivos deducibles.

- La empresa no ha reportado eventos importantes que hayan trascendido de manera favorable o negativa sobre las actividades de la compañía en el último trimestre.

Situación del Sector

Entre los cereales más importantes para la dieta alimenticia del humano se identifica al trigo, la soja, el arroz y el maíz, entre otros, los cuales pueden ser utilizados como materias primas para la fabricación de alimentos o como alimento final en sí. Varios de estos cereales son producidos mayormente en las regiones más fértiles del planeta, ya sean estas urbanas o rurales. Así mismo, estos cereales se encuentran identificados como productos básicos o commodities, por lo que su precio es establecido en mercados internacionales, a través de mesas de negociación en las principales bolsas de valores a nivel mundial.

Al hacer referencia al trigo, que es la principal materia prima de los productos que oferta MODERNA ALIMENTOS S.A., se debe mencionar que este es uno de los cereales básicos en la dieta nutricional, de donde el 81% de su uso mundial esta direccionado al consumo humano. En la actualidad, el mercado mundial de trigo y su principal derivado la harina, ha mostrado importantes cambios en el comportamiento de la demanda, los que han sido causados por la diversidad de productos farináceos, el avance en materia de tecnología de la alimentación que lleva a usos cada vez más específicos de las harinas, ya que la exigencia del mercado no se limita a la harina de trigo para consumo de pan, sino a la oferta de distintos productos panificables.

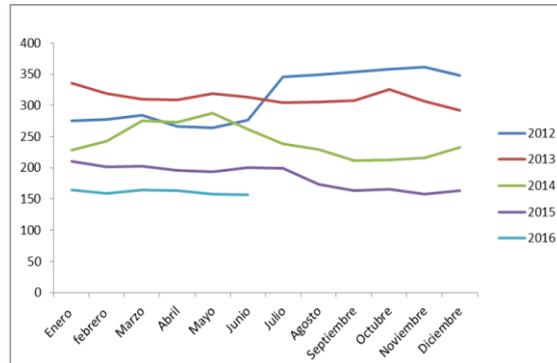
La mayor parte de la producción mundial de trigo está concentrada en los países pertenecientes a la Unión Europea, seguida por China, India y Estados Unidos, que en conjunto para el año 2014 tuvieron el 59,79% de la producción mundial, de un total de 725.270 millones de toneladas métricas al año. Gran parte de esta producción es destinada a Egipto, Japón, Argelia, Brasil, Indonesia y Corea del Sur, entre los más grandes importadores de este cereal.

La última previsión de la FAO sobre la producción mundial de cereales en 2016 se sitúa en 2 544 millones de toneladas, esto es, un 0,6 % (o 15,3 millones de toneladas) más de lo calculado en 2015 y ligeramente por encima de la previsión del mes pasado. Las perspectivas mejoraron principalmente en el caso del trigo, así como en los casos del arroz y la cebada, mientras que el pronóstico relativo a la producción de maíz se redujo notablemente.²⁸

En relación al precio del trigo, como el de cualquier materia prima agrícola, surge de la relación de los factores subyacentes en las curvas de oferta y demanda. Durante el primer semestre de 2016, los precios internacionales del trigo han presentado sus niveles más bajos durante los últimos 4 años. Los bajos precios pueden ser atribuidos a la revalorización del dólar, debilidad de la economía mundial y sus perspectivas declinantes.

²⁸ <http://www.fao.org/worldfoodsituation/csdb/es/>

GRÁFICO 6: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL TRIGO USD/TON



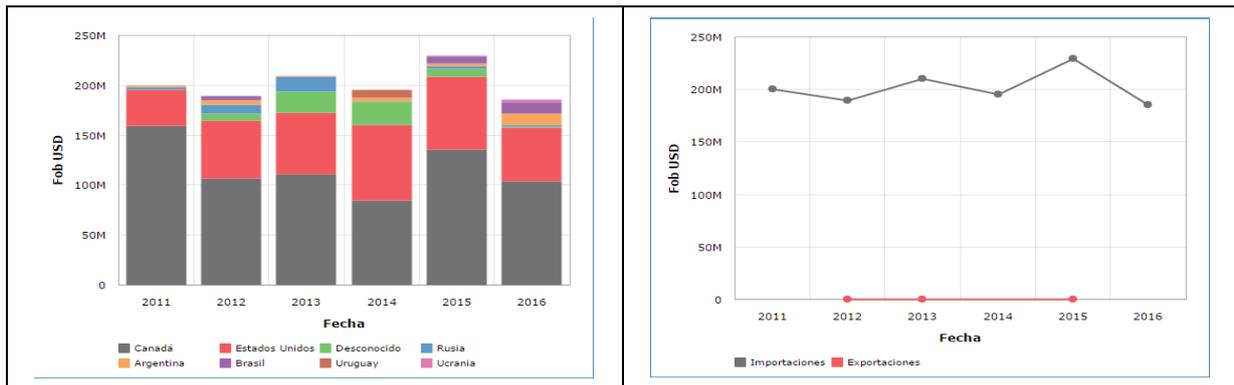
Fuente: INDEXMUNDI/ Elaboración: Class International Rating

La demanda de cereales en países en desarrollo ha crecido con mucha más rapidez que la producción, por lo que se espera que se hagan más dependientes de las importaciones de los mismos. De acuerdo con datos de la FAO, se espera que en los próximos años aumente la dependencia en la demanda de cereales. En el año 2030, los países en desarrollo podrían llegar a importar anualmente 265 millones de toneladas de cereales. Sin embargo, países con una menor seguridad alimentaria tienden a ser los menos capaces de pagar sus importaciones²⁹.

En el Ecuador existe un alto consumo de trigo y sus derivados; sin embargo, la producción interna no alcanza para cubrir el total de la demanda local, por lo que se busca el producto en mercados internacionales. La producción nacional varía entre 10 y 15 mil toneladas de trigo, por lo que solo cubre el 3% de los requerimientos de los molinos, la cual llega a 510.000 toneladas anuales. El país importa ciertas variedades de trigo entre las que se encuentran el trigo Canadian Western Red Spring y el Soft Red Winter.

Según lo mencionado anteriormente se puede apreciar que el país no cubre el consumo nacional por lo tanto son casi nulas las exportaciones de este producto a diferencia de la importaciones, por lo tanto existe una balanza comercial desfavorable, para el año 2016 según cifras enero a noviembre existen importaciones por USD 185,42 millones.

GRAFICO 7: IMPORTACIONES DE TRIGO EN ECUADOR. Millones USD



Fuente y Elaboración: TRADE NOSIS

Las importaciones de trigo en Ecuador en un 56,16% ingresan de Canadá, en un 28,82% de Estados Unidos, y un 6,32% de Argentina, por lo que el precio internacional del trigo en Estados Unidos tiene mucha importancia; durante noviembre del año 2016, según información de la organización de las Naciones Unidas para la

²⁹ <http://www.fao.org/docrep/004/y3557s/y3557s08.htm>

alimentación y la agricultura, menciona que los precios de exportación del trigo se reforzaron en general en octubre, con el del trigo de referencia de EEUU.³⁰

El total de trigo importado por el Ecuador, el 68% es destinado al sector industrial, 12% al consumo animal y el 20% restante a varios usos. Mediante un proceso industrial el trigo es transformado en harina, que es un insumo base para la elaboración de varios productos alimenticios que son empleados en la dieta diaria del ecuatoriano. Cabe indicar que el trigo ingresa al país sin pagar aranceles debido a la importancia que tiene este cereal como base para la elaboración de alimentos de la canasta básica.

Las importaciones de trigo continuarán ingresando al país sin pagar aranceles, debido a que el Comité de Comercio Exterior (COMEX) resolvió mantener el diferimiento arancelario. La resolución, suscrita por el presidente del COMEX y Ministro de Comercio Exterior, señala que el diferimiento arancelario incluye la suspensión de la aplicación del Sistema Andino de Franja de Precios para el trigo y sus productos vinculados, hasta diciembre de 2016.³¹

Es importante mencionar que en el Ecuador se presenta una fuerte dependencia de la importación de este insumo agrícola. En el mercado ecuatoriano existen 22 molinos, los mismos que cuentan con una capacidad instalada para 800 toneladas anuales. La industria nacional ha presentado una notoria mejoría tecnológica, lo que ha conllevado a convertirse en una de las industrias más modernas de América Latina.

En cuanto a las barreras de entrada que tiene esta industria, destaca el alto nivel de inversión en propiedad planta y equipo, puesto que el segmento alimenticio demanda de una importante tecnificación en su proceso productivo, además se encuentran los permisos de funcionamiento, el registro de marcas y patentes, entre otros. Así mismo se debe mencionar que en esta industria el prestigio de una marca o empresa ocupa un lugar preponderante, ya que los gustos y preferencias del consumidor se direccionan mayormente hacia productos que ya han sido probados previamente, manteniendo un temor o resistencia hacia productos o marcas nuevas que ingresan al mercado. Como barreras de salida, la mayor dificultad se encontraría en la liquidación de los activos y el cumplimiento de las obligaciones vigentes que mantendría la empresa.

Expectativas

Como se comentó anteriormente, el trigo es identificado como un producto básico o commodity, por lo cual la estabilidad en su precio, producción, oferta y demanda serán únicamente determinados por el mercado, puesto que pueden existir factores de tipo climático, especulativo o de plagas a nivel mundial que afecte directamente a la producción del cereal, por lo que su precio, oferta y demanda será fluctuante conforme puedan ocurrir afectaciones de este tipo. Bajo este escenario y como protección sobre cualquier cambio adverso en la mercancía, existe la cobertura mediante futuros y opciones, donde los ofertantes y demandantes de un producto se aseguran de las fluctuaciones y firman contratos donde se comprometen a vender y comprar determinado producto en un precio y fecha futura según condiciones establecidas previamente, pudiendo ser este tipo de transacción utilizado por la compañía. Sin embargo vale recalcar que durante los últimos años el precio de los commodities se ha mantenido moderado, con un panorama donde difícilmente se observen incrementos de precios debido a los problemas de crecimiento presentados en la economía China como de Europa quienes son los principales consumidores³².

El pronóstico sobre la utilización mundial de cereales en 2016 y 2017 se ha incrementado en cerca de 10 millones de toneladas, o un 1,3 % por encima de la previsión sobre 2015/16, y se sitúa ahora en 2 555,6 millones de toneladas. Las nuevas perspectivas reflejan la posibilidad de que aumente la utilización de trigo, que se ha incrementado en 4 millones de toneladas, sobre todo debido a las expectativas de una mayor demanda en los Estados Unidos, Indonesia y la UE, aunque también para consumo como alimento y para uso industrial. Como resultado de ello, actualmente se prevé que el consumo total de trigo alcanzará los 726

³⁰ <http://www.fao.org/giews/food-prices/international-prices/detail/es/c/452333/>

³¹ <http://www.agricultura.gob.ec/importaciones-de-trigo-no-pagan-aranceles/>

³² <http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2015/02/12/precio-commodities-seguiran-deprimidos>

millones de toneladas, esto es, unos 8 millones de toneladas más de lo previsto el mes pasado y un 0,8 % por encima del pronóstico relativo a 2015³³.

Adicionalmente, se debe acotar que el gobierno nacional estimó que el país importó más de USD 200,00 millones en trigo, estableciéndose como objetivo al corto plazo disminuir esta cifra a USD 15,00 millones, puesto que el Gobierno tiene entre sus proyectos la elaboración de pan con harina de banano, con lo cual disminuiría el trigo como materia prima principal de la harina y daría un importante impulso a los productores de fruta³⁴.

Posición Competitiva de la Empresa

MODERNA ALIMENTOS S.A., posee una interesante participación de mercado gracias a la alta calidad de productos que oferta, manteniendo así el liderazgo en varias de sus líneas de negocio y que al referirse a la participación de mercado de la Línea Industrial, específicamente en lo relacionado a la producción de harina, la representación está concentrada en tres grandes compañías que dominan el 83% del mercado, puesto que estas poseen plantas molineras de gran escala y una importante red de distribución a nivel nacional. El restante 17% de participación de mercado está compuesto aproximadamente por 16 pequeñas compañías molineras.

Cabe mencionar que para medir la participación de mercado en la línea de harinas, este producto se encuentra segmentado en panificación (entre 50% y 60%), pastas y fideos (entre 20% y 30%), galletería (entre 10% y 15%) y balanceadas (5%), las mismas que aportan con cierto porcentaje para medir una participación general dentro del mismo y el cual se encuentra conformado de la siguiente manera: MODERNA ALIMENTOS S.A. el 38%, SUPERIOR el 26%, INDUSTRIAL MOLINERA C.A. el 22% y Otros con el 14%.

En la línea de harinas de uso doméstico en lo que respecta a canal de autoservicio, MODERNA ALIMENTOS a través de su marca HARINA YA, es la líder de mercado con una participación de 65%, en segundo lugar está la Harina Santa Lucía, con una participación del 25%, mientras que otras marcas con una menor participación está La Pradera, Toscana, etc.

En cuanto a la Línea de Consumo Masivo, específicamente a la línea de pan empacado, uno de los principales competidores es TIOSA S.A. recientemente absorbida por la compañía Mexicana Bimbo, manejando marcas como Bimbo, Su Pan, y Grille con una participación de mercado que asciende a 70%. En segundo lugar se encuentran los productos de MODERNA ALIMENTOS S.A. a través de su marca de pan Gourmet, cuya participación es del 15%. Otros competidores con una minoritaria participación son Cyrano, Dandi, La Española, entre otras.

Finalmente, al referirse a la línea de pastificio, presenta un mercado segmentado en relación de precios y volumen, y otro por el valor agregado sobre el producto. Entre los principales actores del primer segmento están Doña Petra, Paca, Toscana, fideos al granel de Molinos Superior, entre otras marcas locales, mientras que en el segundo segmento están Sumesa, La Oriental y marcas importadas como Don Vittorio, Barilla y otras. En esta línea MODERNA ALIMENTOS S.A., participa con su marca Cayambe, la cual se enmarca dentro del segmento de precios y volumen.

Finalmente, por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de MODERNA ALIMENTOS S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 19: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Integración vertical del negocio	Oportunidad de desarrollar nuevos canales
Marcas de harina bien posicionadas en varios segmentos de mercado	Línea de panificación con un alto potencial de crecimiento

³³ <http://www.fao.org/worldfoodsituation/csdb/es/>

³⁴ <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/el-trigo-ingresara-sin-aranceles.html>

Socios internacionales con una gran trayectoria en el mercado de producción y comercialización de trigo	Proyecto de nueva planta de panificadora en marcha
Productos con altos estándares de calidad	Nuevas oportunidades en mercados de productos con valor agregado y base de la pirámide
Diversificación en las fuentes de ingreso	La sustitución de importaciones que viene acompañada con un incentivo a la industria local representa un espacio de crecimiento futuro.
Diversificación de productos en diversos segmentos de mercado	
Eficiencia y control de los mecanismos de cobertura para garantizar una estabilidad en el precio internacional de adquisición del trigo	
DEBILIDADES	AMENAZAS
Alta concentración en las ventas de la línea de consumo en pocos clientes	Competidores con una alta capacidad de reacción y cercanía al cliente
Línea de pastas con importante capacidad instalada y bajos o nulos márgenes de rentabilidad	Presencia en el mercado local de grandes jugadores internacionales como BIMBO
Bajo nivel de cobertura en el canal horizontal en la línea de consumo masivo	Políticas gubernamentales (cupos de importación al trigo, control de precios)

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que podrían afectar al flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, entre otros.

Uno de los riesgos con mayor impacto sobre la operación de la compañía es el desabastecimiento de la principal materia prima (trigo), dado que la producción nacional no abastece para la demanda interna, teniendo que ser importado. A pesar de esto, la compañía mantiene como su principal proveedor a su relacionada Seaboard Overseas Limited, que es una compañía especializada en la adquisición, transporte y procesamiento de granos y harinas a nivel mundial, lo cual garantiza a ALIMENTOS MODERNA S.A. un abastecimiento continuo y en las cantidades necesarias de materia prima de excelente calidad.

Adicionalmente, cabe indicar que el trigo como materia prima está enmarcado como un producto commodity, por lo cual su precio está determinado en función de las condiciones de oferta y demanda del mercado, y el cual puede variar debido a condiciones meteorológicas en las temporadas de siembra y cosecha, además de la existencia de grandes fondos de inversión, que con su demanda o cierre de posiciones pueden afectar en el precio. Cuando existe una producción escasa de trigo la tendencia de su precio es a subir, mientras que si su producción es abundante su precio es a la baja, siendo este último comportamiento el que predomina a nivel mundial, por lo que la compañía aprovecha esta oportunidad realizando compras adelantadas de trigo, de manera que la fluctuación en el precio del trigo en un corto plazo, no sea un riesgo determinante para alterar su normal operación.

Otro de los riesgos ligados a la normal operación de la compañía, son los diferentes siniestros causados por factores externos fuera del control de la compañía, por lo cual para protegerse de cualquier siniestro MODERNA ALIMENTOS S.A. cuenta con póliza multirisgo que aseguran edificios e instalaciones, muebles, maquinarias y equipos, equipo electrónico, equipo de laboratorio, equipo cisco, en ámbitos de incendio, lucro cesante por incendio, robo y/o asalto, rotura de maquinaria, lucro cesante por rotura de maquinaria, transporte abierto, entre otros, las cuales se encuentran vigentes hasta el mes de septiembre de 2017.

Por su parte, para contrarrestar el riesgo informático, el cual es un activo fundamental para la empresa, MODERNA ALIMENTOS S.A. cuenta con políticas de respaldo y recuperación de información, en el cual se detallan varios puntos importantes para la protección, confidencialidad, integridad y disponibilidad de la misma.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a MODERNA ALIMENTOS S.A., se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2012, 2013, 2014 y 2015, junto a los

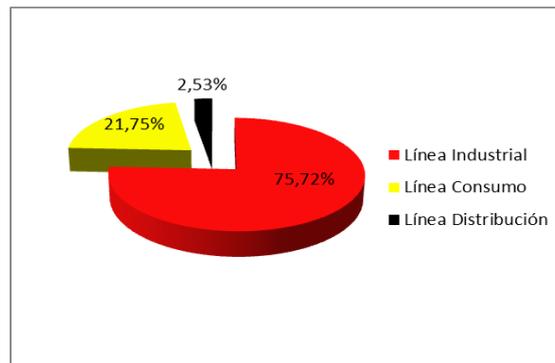
Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Interanuales internos no auditados cortados al 31 de diciembre de 2016 (sin notas a los estados financieros).

Análisis de los Resultados de la Empresa

Al analizar los ingresos por ventas registrados por MODERNA ALIMENTOS S.A., se evidencia que presentaron una tendencia creciente entre el 2013 y el 2015, sin embargo su velocidad de crecimiento fue menor al 3%, puesto que pasaron de USD 135,68 millones en el año 2013 a USD 141,41 millones en el año 2015 (USD 138,08 millones en el 2014), resultados que van de la mano con la consolidación de la compañía por las sinergias realizadas con varias empresas que se desenvuelven dentro del mismo sector. A diciembre del 2016 los ingresos se ubicaron en USD 138,69 millones, presentando una reducción del 1,92% debido en parte a la contracción económica que atraviesa el país, sin embargo al tener en su portafolio productos de primera necesidad, el impacto sobre las ventas no es alto a diferencia de otros sectores de la economía.

En lo que respecta a su estructura, los ingresos correspondientes a la Línea Industrial fueron los más representativos con el 75,72% de participación sobre el total de las ventas, seguida por la Línea de Consumo con el 21,75% y la Línea de Distribución con el 2,53%, tal como se muestra en el siguiente gráfico:

GRÁFICO 8: DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS (DIC-2016)



Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los costos de ventas mantuvieron un comportamiento decreciente en su participación sobre los ingresos hasta el año 2015, lo que evidencia cierta eficiencia en su manejo, es así que pasaron de 76,12% para el año 2013 a 68,16% en diciembre de 2015 (72,48% al cierre de 2014), no obstante para el año 2016 se evidencia un incremento al situarse en 70,51%. Si bien la empresa ha logrado mantener el costo en ventas en niveles adecuados, resultados que están atados con varios de los objetivos empresariales, tal es el caso de la generación de eficiencia necesaria para mantener y mejorar sus márgenes operativos y financieros, así mismo es importante manifestar que el crecimiento del costo sobre las ventas se debe al fortalecimiento del precio internacional del trigo que es una de las principales materias primas que utiliza la compañía. Por lo indicado el margen bruto de la compañía creció tanto en términos monetarios como en su representación sobre los ingresos hasta el año 2015, al pasar de USD 32,40 millones en el 2013 a un interesante USD 45,02 millones en el 2015, con una participación del 23,88% y 31,84% en el mismo orden, para posteriormente reducir a USD 40,90 millones en el año 2016 (29,49% sobre las ventas).

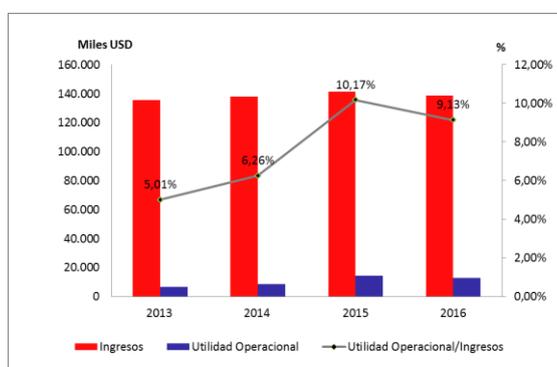
Por su parte los gastos operacionales muestran una tendencia creciente frente a los ingresos, hasta el año 2015, pues registraron un 18,87% en el 2013 y un 21,67% para el 2015, debido a mayores gastos generados por la absorción de las compañías REYVENTAS y MILLER ECUADOR; el inicio en el proceso de cambio de un sistema informático por uno más sofisticado y completo (SAP), lo que significó un incremento importante en los gastos administrativos y el incremento en los gastos de ventas como consecuencia directa del abandono de ciertas líneas con poca capacidad de absorber costos. Para el año 2016 registran una disminución tanto en términos monetarios como en su representación sobre el total de las ventas al ubicarse en USD 28,23 millones (20,36% del total de las ventas), gracias a la reducción de gastos de ventas.

El comportamiento de los gastos operacionales dentro de los periodos anuales, determinan que el margen operacional sea creciente hasta el año 2015, puesto que su participación sobre los ingresos pasa de 5,01% en el 2013 a 6,26% para el 2014 y 10,17% para 2015, mientras que para el año 2016 se reduce hasta un 9,13%.

Dentro de este punto es importante acotar que la compañía realizó importantes inversiones con la finalidad de mejorar su operación, buscando eficiencia productiva en las diferentes líneas de negocio y concentrarse en líneas de producción que aporten un mayor margen, siendo una de las estrategias propuestas el abandonar las líneas de negocio que generen un margen bajo y tiempos muertos en la línea de producción, específicamente en la línea de pan fresco. Con ello, al consolidar la operación de pan empaçado, el margen de contribución de la panadería repunta de manera importante, empujando los ingresos significativamente; esto en conjunto con el ahorro en gastos de esta línea.

Asimismo, se debe indicar que con la aplicación de las NIIF, la empresa registra la participación de trabajadores en utilidades como gasto operacional, lo cual afecta el verdadero nivel de la utilidad operacional, pues éste sería superior si no tuviera este efecto.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros que provienen de obligaciones con el sistema financiero así como de los títulos vigentes en el Mercado de Valores, presentaron un comportamiento relativamente estable en su representación sobre los ingresos, puesto que promediaron un rubro de 1,91% entre los años 2013 y 2016.

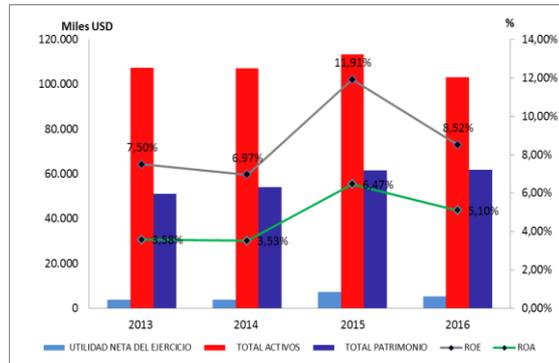
Por lo indicado, y después de descontar otros ingresos/egresos y el impuesto a la renta, MODERNA ALIMENTOS S.A. alcanzó un margen neto positivo para todos los periodos analizados, no obstante, su tendencia fue decreciente hasta el año 2014, pues pasó de un 2,83% en el 2013 a un 2,74% para el año 2014, debido al registro de mayores gastos operacionales y gastos financieros, Para el año 2015, el margen neto se incrementa hasta alcanzar 5,18%, gracias a la generación de mayores ingresos, los cuales permitieron arrojar un mejor margen bruto y consecuentemente un mayor margen operacional al tener repunte de la línea de panadería; en el año 2016, el fortalecimiento de los precios internacionales del trigo y el incremento de los gastos administrativos provocan un decrecimiento de la utilidad neta del ejercicio al 3,80% de los ingresos por ventas.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) presentan una tendencia decreciente entre los años 2013 y 2014, debido a la tendencia a la baja de su utilidad neta, en el año 2015, la rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE), registran un comportamiento contrario a lo evidenciado históricamente, pues crecen casi al doble de lo registrado históricamente, sin embargo para el año 2016 se evidencia una reducción del ROA y ROE, frente a lo establecido en su similar periodo de 2015, debido al decremento de su utilidad neta, ocasionado por el registro de mayores gastos administrativos y otros egresos.

CUADRO 20, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2013	2014	2015	2016
ROA	3,58%	3,53%	6,47%	5,10%
ROE	7,50%	6,97%	11,91%	8,52%

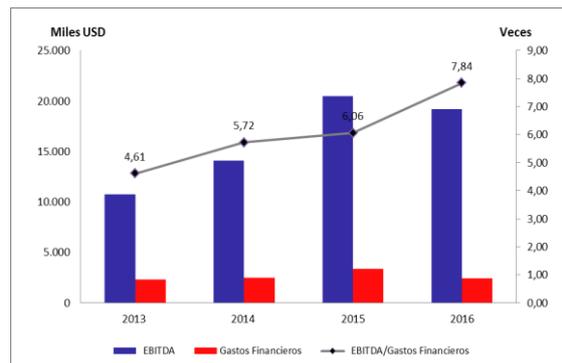


Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de MODERNA ALIMENTOS S.A., evidencia una aceptable capacidad para generar flujos provenientes de su operación, puesto que para diciembre de 2016, arrojan un valor de USD 19,18 millones (13,83% de los ingresos), valor inferior en un 6,28% frente a lo alcanzado en diciembre de 2015 (USD 20,46 millones, que significó el 14,47% de los ingresos).

CUADRO 21, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2013	2014	2015	2016
EBITDA	10.723	14.070	20.464	19.179
Gastos Financieros	2.327	2.458	3.377	2.446
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	4,61	5,72	6,06	7,84



Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, al referirnos a la relación del EBITDA (acumulado)/Gastos Financieros, se observa que MODERNA ALIMENTOS S.A. presentó una cobertura adecuada con una tendencia creciente dentro del periodo analizado, es así que pasó de mantener una relación de 4,61 veces en el 2013 a 7,84 veces en el 2016, comportamiento que está acorde con el crecimiento del EBITDA y la reducción de los gastos financieros, producto de la disminución del endeudamiento.

Capital Adecuado Activos

El total de activos de MODERNA ALIMENTOS S.A. durante el periodo analizado se redujo de USD 107,43 millones en el año 2013 a USD 107,08 millones en el año 2014, mientras que para el año 2015 éstos se incrementaron en un 5,84%, mientras que volvieron a disminuir para el año 2016 hasta sumar USD 103,15 millones, debido al decrecimiento en su inventario, así como en sus cuentas por cobrar relacionadas y activos por impuestos corrientes.

Históricamente los activos totales estuvieron conformados por los de tipo corriente, los mismos que presentaron un comportamiento creciente hasta el año 2015 para luego decrecer en el año 2016, al pasar de

tener una participación sobre el total de activos del 53,45% en el 2013 a 54,87% en el 2015 y reducir a 51,52% en el año 2016. La cuenta de mayor importancia durante el periodo analizado fue el inventario, que al 31 de diciembre de 2016 arrojó un valor de USD 21,69 millones y una participación sobre los activos de 21,02%, estando compuestos en su gran mayoría por materia prima (principalmente trigo), así mismo se encontraron las cuentas por cobrar comerciales que sumaron USD 19,84 millones cuya representación sobre los activos fue de 19,23%. Cabe mencionar que la importancia de los inventarios responde a una estrategia de aprovisionamiento de materia prima para beneficiarse cuando existen precios bajos del trigo.

Por su parte, los activos no corrientes que entre los años 2013 y 2016 representaron en promedio el 46,38% de los activos, y estuvieron conformados principalmente por propiedad, planta y equipo neto que promedió el 41,81% de los activos. Al 31 de diciembre de 2016 la cuenta mencionada sumó USD 45,66 millones y estuvo compuesta de forma mayoritaria por maquinarias y equipos, edificios y terrenos. Este rubro fue inferior a los USD 45,98 millones del año 2015, dado que no se realizó incremento por adquisición de maquinaria y equipo destinados a la ampliación de la capacidad de producción de la planta de panadería empacada.

Adicionalmente, dentro de los activos no corrientes se presentaron otras cuentas como inversiones en acciones, propiedades de inversión, impuesto a la renta diferido y otras cuentas por cobrar, que no tuvieron una representación importante sobre el total de activos. Así también se presentaron activos intangibles que representaron en promedio (2013-2016) el 2,97% de los activos y corresponde principalmente a marcas como El Cóndor, Etiqueta Flor Reposada, Etiqueta tradicional, Panilisto, Paniplus, Pastaplus, Galleplus y Marca YA.

Pasivos

En los periodos analizados los pasivos totales de MODERNA ALIMENTOS S.A. presentaron un comportamiento variable en términos monetarios, sin embargo, el financiamiento sobre el total de activos se mostró decreciente, pues pasó de 52,34% en el 2013 a 40,08% en el 2016 (45,70% en el 2015), producto de la disminución del pasivo corriente, específicamente de los préstamos con entidades financieras y cuentas por pagar a compañías relacionadas.

Los pasivos totales estuvieron mayormente conformados por pasivos corrientes, los cuales han ido disminuyendo su financiamiento sobre el total de activos de 40,87% en el 2013 a 39,47% en el 2014, mientras que para el 2015 estos disminuyeron a 29,69% y bajaron hasta 25,29% para el 2016.

En cuanto a la estructura de los pasivos corrientes, en el año 2013 predominaron las cuentas por pagar a relacionadas, financiando en promedio el 19,97% de los activos, transacciones que se dieron aprovechando los precios bajos de la principal materia prima (trigo) para sobre aprovisionarse del mismo con su mayor proveedor que es SEABOARD OVERSEAS LIMITED (relacionados), posteriormente esta cuenta muestra una importante reducción para el año 2014 pues financia el 4,22% del activo. Para el año 2015, el financiamiento de las cuentas por pagar a relacionadas descendió a 2,04% ya que la compañía aprovechó su situación de liquidez y adelanto el pago a sus relacionados, para el año 2016 continua la reducción y financia apenas el 0,86% del activo, siendo al cierre del año 2016 la cuenta más relevante del pasivo corriente, la emisión de obligaciones y papel comercial con 12,02% (9,27% diciembre 2015), seguida de cuentas por pagar a proveedores con 5,27% (3,60% diciembre 2015) y finalmente préstamos con entidades financieras con el 3,39% (11,52% diciembre 2015).

Los pasivos no corrientes presentaron un comportamiento variable en términos monetarios y en su participación sobre los activos entre los años 2013 y 2016, puesto que pasaron de financiar el 11,47% en el 2013 al 9,89% en el 2014 y 16,01% en el año 2015. Para el año 2016 el financiamiento del pasivo no corriente sobre los activos disminuyó a 14,79%, debido a la cancelación de emisión de obligaciones y papel comercial a largo plazo y obligaciones con entidades financieras, cuenta que fue la más representativa dentro del periodo analizado y que en el año 2016 financió el 6,26% (6,11% a diciembre 2015%).

Patrimonio

El patrimonio de MODERNA ALIMENTOS S.A., es una de sus fortalezas, puesto que monetariamente se incrementó de USD 51,20 millones (47,66% de los activos) en el 2013 a un interesante USD 61,81 millones (59,92% de los activos) en el 2016, gracias a un mejor capital social incrementado en el año 2015 y resultados acumulados, así como al incremento de reservas.

Al referirnos a su estructura se debe indicar que la cuenta más representativa fue el capital social, puesto que financió un interesante 34,64% de los activos a diciembre de 2016, con un valor de USD 35,73 millones, luego de haber registrado USD 31,64 millones a diciembre de 2014 (29,55% de los activos). El mencionado aumento de capital fue aprobado mediante escritura pública el 29 de octubre de 2015, el mismo que fue pagado con cargo a la utilidad del ejercicio de 2014, utilidades no distribuidas y reserva legal.

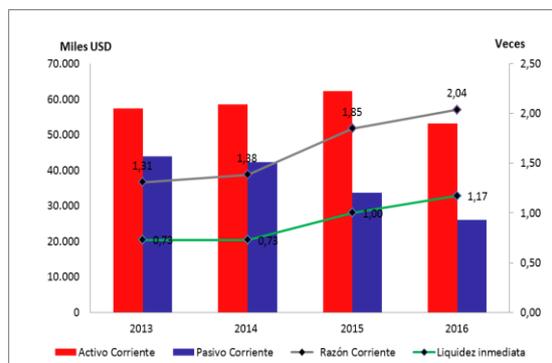
Adicionalmente, están los resultados acumulados, que incrementan su participación sobre el total de activos año tras año, ubicándose a diciembre de 2016 en 10,14% (7,01% a diciembre de 2015), a éste le sigue la cuenta de ajustes por aplicación NIIF, pues financió el 6,58% de los activos (6,49% de los activos a diciembre de 2015).

Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa durante todo el período analizado superan la unidad, ubicándose al 31 de diciembre de 2016 en 2,04 veces (1,85 veces a diciembre de 2015), lo cual demuestra un eficiente manejo del capital de trabajo y del flujo de efectivo.

CUADRO 22, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2013	2014	2015	2016
Activo Corriente	57.427	58.486	62.186	53.146
Pasivo Corriente	43.906	42.267	33.643	26.091
Razón Circulante (veces)	1,31	1,38	1,85	2,04
Liquidez Inmediata (veces)	0,73	0,73	1,00	1,17



Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Por su parte, la liquidez inmediata se ubicó en niveles inferiores a la unidad entre los años 2013 y 2014, mientras que para el año 2015 este fue de 1,00, indicadores que conllevan relación con el importante aprovisionamiento de inventarios que la compañía realizó durante el periodo analizado, a pesar de lo cual éstos se mantienen aceptables. En diciembre de 2016 este indicador se incrementó a 1,17 veces lo que muestra que a pesar de que la empresa tiene un valor importante de inventarios, sin éstos se podría cubrir sin dificultad sus obligaciones de corto plazo.

Indicadores de Eficiencia

MODERNA ALIMENTOS S.A. presentó un periodo de cobro entre los años 2013 y 2014 de 68 y 55 días respectivamente, mientras que entre los años 2015 y 2016 este disminuyó a 53 y 49 días respectivamente, determinando de esa manera que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente. Cabe mencionar que los plazos de cobro superan a los plazos estipulados en la política comercial de la compañía.

Al referirse al plazo de pago de las facturas, éstas fueron segmentadas en plazo a proveedores y plazo a relacionadas, dado la importancia que han tenido estas últimas en el abastecimiento de materia prima por parte del emisor.

Por lo dicho, el plazo a proveedores promedió (2013-2016) los 15 días, mientras que el plazo de relacionadas fluctuó entre los 76 días para los años 2013, mientras que para los años 2014 y 2015 se redujo de manera importante hasta llegar a 16 días y 9 días en ese mismo orden y para el año 2016 llega apenas a 3 días, producto de los factores anteriormente mencionados.

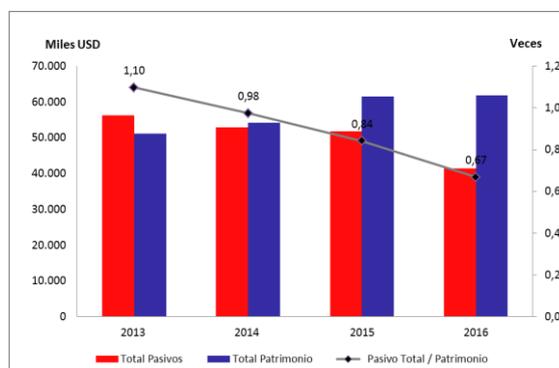
Es importante resaltar que los plazos de relacionadas (principal proveedor de materia prima), le permitieron a la compañía tener un calce entre el cobro de las facturas y el pago de las mismas en el 2013, no obstante para los siguientes periodos analizados existe un decrecimiento en las cuentas por pagar a relacionadas y una mayor representación de proveedores los cuales para diciembre del 2016 tienen un plazo de 20 días.

Finalmente, al referirnos al indicador de duración de existencias, para el periodo analizado se mantuvieron en un promedio de 92 días, lo que demuestra el importante aprovisionamiento de inventarios que mantiene la compañía, sin embargo éste se ha reducido para el último año producto del incremento en los precios internacionales del trigo.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El apalancamiento de la compañía muestra un comportamiento decreciente a lo largo del periodo analizado, puesto que la operación del emisor ha sido financiada mayormente con recursos propios, específicamente con su patrimonio, indicador que al 31 de diciembre presentó una relación de 0,67 veces (0,84 veces en diciembre de 2015).

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Entre tanto, el indicador que relaciona los pasivos totales con el capital social de la compañía, muestra una tendencia decreciente, puesto que de 1,78 veces del año 2012, descendió a 1,16 veces en el 2016, producto del importante descenso de los pasivos a diciembre de 2016.

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado), fue descendente entre los años 2013 y 2016, al pasar de 5,24 en 2013 a 3,76 años en el 2014, 2,53 años en 2015 y finalmente a 2,16 en el año 2016, lo cual indica que éste sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones.

Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 1,35 años a diciembre de 2016 (1,78 años en diciembre de 2015).

Finalmente, el indicador de solidez que relaciona el patrimonio total/activo total, se ubicó en niveles importantes, pues se ha ido incrementando paulatinamente conforme el crecimiento del patrimonio, llegando a ser el 59,92% a diciembre de 2016 (54,30% en diciembre de 2015).

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil³⁵

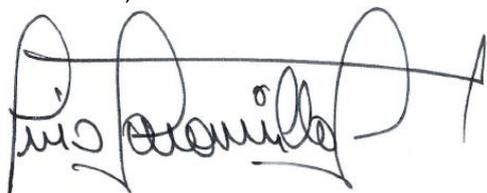
De enero a diciembre de 2016, el Mercado de Valores autorizó 27 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 96,30% pertenecieron al sector mercantil y el 3,70% al sector financiero, lo que determinó que 9 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 18 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 227,80 millones, valor que representó 35,94% del monto total de emisiones autorizadas.

Las Titularizaciones representaron el 6,94%, las Emisiones de Papel Comercial el 55,30% y las acciones el 1,83% del total aprobado. Hasta el 31 de diciembre de 2016, el Mercado de Valores autorizó procesos de oferta pública de acciones, titularizaciones, emisiones de obligaciones y papeles comerciales, por un monto total de USD 633,87 millones, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de comercio al por mayor y menor con el 53,01%, industrias y manufacturas con el 26,27%, mientras que el segmento de actividades financiera y de seguros contribuyó con el 7,41%.

Liquidez de los títulos

Con fecha 31 de marzo de 2016, Mercapital Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 11 de mayo de 2016, logró colocar el 100% del total del programa aprobado (USD 10,00 millones).

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Ing. Galo Pérez
Analista

³⁵ Tomado del Boletín Mensual de Mercado de Valores publicado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (última información disponible).
<http://www.supercias.gob.ec>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVO					
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.240	746	1.922	7.653	9.567
Cuentas por cobrar comerciales	20.434	23.287	19.933	20.024	19.840
Provisión por deterioro	(2.158)	(2.283)	(741)	(779)	(1.909)
Cuentas por cobrar relacionadas	4.567	4.137	1.629	1.145	541
Inventarios	22.907	24.479	26.754	27.455	21.687
Otros activos corrientes	4.675	7.061	8.989	6.687	3.419
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	52.663	57.427	58.486	62.186	53.146
Propiedad, planta y equipo neto	46.160	44.660	43.729	45.982	45.662
Intangibles	2.472	3.723	3.311	3.203	2.574
Otros activos no corrientes	1.349	1.623	1.549	1.960	1.768
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	49.981	50.006	48.588	51.145	50.004
TOTAL ACTIVOS	102.645	107.433	107.075	113.331	103.151
PASIVOS					
Préstamos con entidades financieras	3.824	7.242	20.371	13.054	3.492
Emisión de obligaciones y Papel Comercial	7.830	7.908	9.802	10.510	12.400
Cuentas por pagar proveedores	4.727	3.547	3.587	4.085	5.434
Cuentas por pagar relacionadas	20.055	21.460	4.521	2.311	886
Otros pasivos corrientes	3.057	3.749	3.987	3.685	3.879
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	39.493	43.906	42.267	33.643	26.091
Préstamos con entidades financieras (L/P)	13.110	9.217	5.208	6.929	6.459
Emisión de obligaciones y Papel Comercial	0	0	0	5.900	3.500
Otros pasivos no corrientes	2.680	3.107	5.386	5.314	5.292
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	15.790	12.324	10.595	18.144	15.251
Deuda Financiera	24.764	24.367	35.381	36.392	25.851
Deuda Financiera C/P	11.654	15.151	30.173	23.563	15.892
Deuda Financiera L/P	13.110	9.217	5.208	12.829	9.959
TOTAL PASIVOS	55.283	56.230	52.862	51.787	41.342
PATRIMONIO					
Capital Social	31.639	31.639	31.639	35.729	35.729
Ajuste por aplicación NIIF	7.940	7.940	7.357	7.357	6.788
Reservas	2.251	2.804	3.188	3.188	3.570
Resultados acumulados	0	4.979	8.252	7.939	10.457
Resultados del Ejercicio	5.532	3.842	3.777	7.331	5.265
TOTAL PATRIMONIO	47.361	51.203	54.213	61.544	61.809

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

Cuenta	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos por ventas	126.045	135.682	138.078	141.410	138.688
Costo de ventas	96.833	103.281	100.083	96.385	97.793
MARGEN BRUTO	29.213	32.400	37.995	45.024	40.895
Total Gastos Operacionales	22.437	25.599	29.356	30.643	28.230
UTILIDAD OPERACIONAL	6.775	6.802	8.639	14.381	12.665
Gastos Financieros	2.484	2.327	2.458	3.377	2.446
Otros ingresos / egresos netos	370	616	659	(638)	(2.219)
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	4.662	5.091	6.839	10.367	8.000
Impuesto a la Renta (menos)	870	(1.249)	(3.062)	(3.035)	(2.845)
Impuesto Diferido	0	0	0	0	110
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	5.532	3.842	3.777	7.331	5.265
Otros resultados integrales	0	0	184	0	0
Utilidad Neta y Resultado Integral del Año	5.532	3.842	3.593	7.331	5.265

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2013	2014	2015	2016
Gastos Operacionales / Ingresos	18,87%	21,26%	21,67%	20,36%
Utilidad Operacional / Ingresos	5,01%	6,26%	10,17%	9,13%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,83%	2,74%	5,18%	3,80%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	177,04%	228,73%	196,17%	240,55%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	16,03%	17,44%	-8,70%	-42,15%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	60,56%	65,09%	46,07%	46,45%
Rentabilidad				
Rentabilidad sobre Patrimonio	7,50%	6,97%	11,91%	8,52%
Rentabilidad sobre Activos	3,58%	3,53%	6,47%	5,10%
Liquidez				
Razón Corriente	1,31	1,38	1,85	2,04
Liquidez Inmediata	0,73	0,73	1,00	1,17
Capital de Trabajo	13.521	16.219	28.543	27.055
Capital de Trabajo / Activos Totales	12,59%	15,15%	25,19%	26,23%
Cobertura				
EBITDA	10.723	14.070	20.464	19.179
EBITDA anualizado	10.723	14.070	20.464	19.179
Ingresos	135.682	138.078	141.410	138.688
Gastos Financieros	2.327	2.458	3.377	2.446
EBITDA / Ingresos	7,90%	10,19%	14,47%	13,83%
EBITDA/Gastos Financieros	4,61	5,72	6,06	7,84
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,28	0,24	0,40	0,49
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	3,47	4,00	3,06	5,10
Gastos de Capital / Depreciación	1,02	0,83	1,57	0,74
Solvencia				
Pasivo Total / Patrimonio	1,10	0,98	0,84	0,67
Activo Total / Capital Social	3,40	3,38	3,17	2,89
Pasivo Total / Capital Social	1,78	1,67	1,45	1,16
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	2,27	2,51	1,78	1,35
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	5,24	3,76	2,53	2,16
Deuda Financiera / Pasivo	43,34%	66,93%	70,27%	62,53%
Deuda Financiera / Patrimonio	47,59%	65,26%	59,13%	41,82%
Pasivo Total / Activo Total	52,34%	49,37%	45,70%	40,08%
Capital Social / Activo Total	29,45%	29,55%	31,53%	34,64%
Solidez				
Patrimonio Total / Activo Total	47,66%	50,63%	54,30%	59,92%
Eficiencia				
Periodo de Cobros (días)	68	55	53	49
Duración de Existencias (días)	87	98	104	81
Plazo de Proveedores (días)	13	13	15	20
Plazo de Relacionadas (días)	76	16	9	3

Fuente: MODERNA ALIMENTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating