

Corporativo/República  
Dominicana  
Análisis de Riesgo

## INDUVECA, S.A. (INDUVECA)

### Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-1(dom)	F-2(dom)	Ago-2005
Largo Plazo	A+(dom)	A(dom)	Ago-2005

NC – No calificado anteriormente.

### Definición General de la Calificación:

**A+(dom):** La calificación A+(dom) denota una baja expectativa de riesgo de crédito. La capacidad de pago oportuno para con los compromisos financieros es considerada como sólida. Dicha capacidad puede, sin embargo, ser más vulnerable a cambios en circunstancias o condiciones económicas que en el caso de las calificaciones más altas.

**F-1(dom):** Las calificaciones F-1 (dom) indican la más alta capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros; puede ir acompañada de un sufijo "+" para denotar una posición excepcionalmente sólida.

### Analistas

Jorge Yanes  
(58 212) 286 32 32  
[jorge.yanes@fitchdominicana.com](mailto:jorge.yanes@fitchdominicana.com)

Hilario Ramirez  
(58 212) 286 38 44  
[hilario.ramirez@fitchdominicana.com](mailto:hilario.ramirez@fitchdominicana.com)

### Perfil

INDUVECA, S.A. (INDUVECA), fundada en el año 1968, es una empresa dedicada a la manufactura y comercialización de productos cárnicos en la República Dominicana con ventas anuales que han superado los 2.800 millones de pesos, siendo la empresa líder en su mercado de operación.

#### Fortalezas y Oportunidades

- Liderazgo de mercado y una amplia red de distribución con ventas relativamente atomizadas
- Apalancamiento razonable
- Apoyo financiero y operativo de Mercasid S.A.

#### Debilidades y Amenazas

- Variabilidad en los márgenes ante cambios en el precio de los insumos
- Posible incremento de la competencia
- Volatilidad del ambiente operativo en la República Dominicana

### Fundamentos

El claro reconocimiento de la marca, su red de distribución y la habilidad comercial de la gerencia de INDUVECA han contribuido con el crecimiento sostenido de las ventas de la empresa en términos de pesos dominicanos durante los últimos años, a pesar de la difícil coyuntura por la que recientemente ha atravesado el país. Asimismo, sus indicadores crediticios han mejorado, siendo que ciertas relaciones financieras muestran un mejor desempeño respecto a las registradas por otras empresas del sector de productos cárnicos dentro de Latinoamérica.

Durante el año 2001, MERCASID S.A. (MERCASID), una empresa dedicada a la manufactura y comercialización de productos de consumo masivo completó la compra de la mayoría accionaria de INDUVECA para así aprovechar las sinergias que generaba su amplia experticia en el mercado de alimentos. Desde esa fecha, la gerencia de MERCASID, junto con los antiguos accionistas se han avocado a un agresivo programa de reducción de la deuda financiera, mejoras en el proceso de producción y distribución así como el relanzamiento de la marca, con la intención de mejorar su perfil financiero y consolidar el liderazgo de mercado, siendo que la deuda de INDUVECA se ha reducido en 236 millones de pesos en los últimos dos años y los productos líderes de la empresa (salamis y jamones) han alcanzado el 70% de participación de mercado. Si bien el margen EBITDA se redujo durante el último ejercicio, en parte producto del significativo incremento del precio de sus principales materias primas que no pudo ser trasladado al consumidor en su totalidad, este se encuentra en línea con el de otras empresas del sector dentro de Latinoamérica. Por su parte, el flujo de caja operativo casi se duplicó durante el último ejercicio económico producto de un manejo apropiado del capital de trabajo y el incremento en el nivel de ventas.

La acertada disminución de la exposición en moneda extranjera, aunada a la reducción de la deuda financiera, le permitieron a INDUVECA sortear sin mayores contratiempos la drástica devaluación ocurrida en 2003 y principios de 2004. Por su parte, el mantenimiento de un adecuado portafolio de inversiones temporales y la mejora de la percepción de riesgo de la empresa por parte de la banca local han resultado en un bajo costo financiero. A su vez, el mantenimiento de un estricto control de los costos de operación han sido claves para enfrentar la inestabilidad del entorno operativo en la República Dominicana.

Si bien la caída del ingreso del dominicano desde finales del año 2002 y, a su vez, el drástico incremento en los precios del mercado de productos cárnicos como consecuencia del efecto de la devaluación del 2004 ha afectado el crecimiento de este mercado, vale destacar que éste se ha caracterizado por una demanda relativamente estable, apoyada en los hábitos de consumo del dominicano, lo cual entre otros aspectos ha motivado la entrada de nuevos competidores como el caso de empresa Sigma Alimentos (México) quien a pesar de la coyuntura por la que atraviesa el país, adquirió recientemente las empresas Checo y Sosua para hacerse de alrededor de un 20% de participación, siendo que la entrada de este nuevo participante podría representar una de las principales amenazas para la empresa.

### Agosto 2005

La presente calificación de riesgo otorgada por Fitch Dominicana refleja la capacidad del emisor de cumplir con sus obligaciones contraídas en moneda local, por lo cual éste reporte tiene fines informativos y no representa oferta de compra o venta de un determinado título o producto. La presente calificación no aplica a las empresas subsidiarias y/o afiliadas del emisor. Esta información puede ser reproducida únicamente con indicación de la fuente. Fitch Dominicana no es responsable por los errores, omisiones o resultados obtenidos por el uso de tal información. Toda la información incluida en este reporte proviene de fuentes consideradas por Fitch Dominicana como confiables (emisor, auditores, reguladores, etc.). Fitch Dominicana no verifica ni audita dichas informaciones.

[www.fitchdominicana.com](http://www.fitchdominicana.com)

## ▪ Perfil

INDUVECA, S.A. (INDUVECA), fundada en el año 1968, es una empresa dedicada a la manufactura y comercialización de productos cárnicos en la República Dominicana con ventas cercanas a los 100 millones de dólares, siendo la empresa líder en el mercado de salamis, jamones y salchichas. A lo largo de los años, la empresa ha llevado a cabo mejoras a su proceso productivo, ampliando su red de distribución e introduciendo nuevos productos, pudiéndose consolidar como el primer distribuidor nacional de productos cárnicos.

Durante el año 2001 MERCASID completó la compra de la mayoría accionaria de INDUVECA para así aprovechar las sinergias que generaba su amplia experticia en el mercado de alimentos. MERCASID, fundada en el año 1937, es una empresa dedicada a la manufactura y comercialización de productos alimenticios y de cuidado personal en la República, líder en el mercado de consumo masivo en el país. Desde esa fecha, la gerencia de MERCASID junto con los antiguos accionistas de INDUVECA, se han avocado a un agresivo programa de reducción de la deuda financiera, mejoras en el proceso de producción y distribución junto al relanzamiento de la marca, con la intención de consolidar su liderazgo. Más específicamente la gerencia de la empresa ha logrado reducir en forma importante el número de empleados desde el momento de la adquisición y su deuda financiera, logrando además reducir su exposición cambiaria. Por su parte, la introducción nuevas marcas de productos (Rivera y Campofrío) y la expansión de la red de distribución le han permitido mantener el liderazgo del mercado. Durante el proceso de adquisición antes mencionado, se incorporó a Grupo Popular S.A. como socio estratégico, mientras que el capital restante lo mantiene la familia Rivera, quienes iniciaron este negocio hace más de 36 años.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma PricewaterhouseCoopers. Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe no incluyen el efecto de la inflación

## ▪ Operaciones

INDUVECA se dedica a la producción y comercialización de productos cárnicos a nivel nacional e internacional. La empresa cuenta con facilidades de producción suficientes para procesar unas 90 millones de libras anuales de productos. A lo largo de los años la empresa ha introducido diversos productos para complementar el tradicional “salami”, pieza integral de la dieta del dominicano. Así para el año 2003, la empresa comercializaba salamis, jamones, salchichas, ahumados, cortes, sazones para carne y otros productos menores destinados a la empresas hoteleras e industrias en unas 125 diferentes presentaciones de productos, siendo que los productos embutidos representan la mayoría de las ventas mientras que los

productos ahumados, cortes, sazones y otros, representan una porción menor.

Junto con la introducción de nuevos productos, la empresa también ha logrado segmentar su ventas a través de sus diferentes marcas. Así, Induveca, la marca tradicional con la que se comercializa diferentes productos cárnicos y condimentos; Rivera, representa toda una línea de productos cárnicos de calidad superior; Naranjal, que incluye el salami naranjal, un producto genuino de la región del Cibao; Popular, la cual representa una opción más económica del tradicional salami; Caserio, orientada a satisfacer al público consumidor de productos cárnicos bajos en grasas; Don Pedro, donde se incluye una variedad de productos curados y Mr. Hot Dog, bajo la cual se comercializan salchichas. También es importante destacar que la empresa cuenta con el apoyo técnico y comercial (incluyendo el uso de sus marcas) de Campofrío (España), una de las compañías líderes en el mercado español.

Si bien la estructura de costos de la empresa está principalmente explicada por insumos denominados en moneda local (carne de cerdo, electricidad, combustible para el transporte, empaques, especies, etc.), la alta correlación existente entre los precios de estos insumos y el tipo de cambio, ha resultado en un incremento de los costos de operación por efecto de la devaluación de la moneda a lo que recientemente se ha unido un significativo incremento de los precios de la carne porcina en el país. A pesar que esta situación afectó parcialmente el margen EBITDA, la generación de efectivo se vió favorecida por el incremento de precios producto del significativo aumento de los insumos.

Cabe destacar que durante el año 2004 la empresa inició el proceso de renovación de su imagen comercial y corporativa de la mano de una empresa extranjera. Dentro de dicho proceso se afinó la visión de la empresa, se renovó el logo INDUVECA y se completó la integración de algunas líneas de productos con la intención de proyectar la empresa en el largo plazo y así lograr mayores ventajas competitivas.

## ▪ Estrategia y Posición Competitiva

El reconocimiento de la marca a nivel nacional, la introducción de nuevos productos y la mejor segmentación del mercado han resultado en el liderazgo de la empresa dentro del mercado dominicano y, en especial, en el mercado de salamis, jamones y salchichas. En este mercado INDUVECA cuenta con una participación mayoritaria para salamis y jamones mientras que sus competidores más cercanos, Sosua y Checo, recientemente adquiridos por Alimentos Sigma (México) ostentan una participación de alrededor del 20%. El resto del mercado esta distribuido entre medianos productores y pequeños productores artesanales que entran y salen del mercado en función del atractivo que este pueda ofrecer en un momento determinado pero con producciones muy limitadas en términos de volumen y calidad. En el caso de las

salchichas, la empresa constituye una de las empresas líderes del segmento, en parte por la mayor cantidad de participantes en dicho mercado, siendo este mercado uno de los que ofrece mayores posibilidades de crecimiento para la empresa y el cual además goza a su vez de una atractiva rentabilidad.

Alimentos Sigma (México) es el principal fabricante de productos cárnicos en México con ventas superiores a los 1,2 billones de dólares, quien además distribuye yogurt, quesos y comidas preparadas. Si bien resulta difícil anticipar el efecto de la entrada de Sigma en el mercado dominicano, cabe destacar que la sólida posición de mercado de INDUVECA y el amplio conocimiento de este mercado le podrían permitir sortear con éxito el mayor nivel de competencia, gracias a su capacidad de distribución en frío.

Una de las fortalezas de la empresa lo representa su fuerza de distribución. Así INDUVECA llega a casi la totalidad de los puntos de venta del país. La empresa cuenta con una moderna fábrica y centros de distribución a nivel nacional, además de una flota de vehículos que le permiten llevar el producto en condiciones apropiadas a los clientes en toda la República Dominicana.

Cabe destacar además los avances en términos de eficiencias a nivel de producción. Aunque INDUVECA no esta integrada verticalmente con los productores de carne de cerdo, mantiene una estrecha relación con estos brindándole asesorías, siendo que la relación con los productores de cerdos es fundamental en este negocio toda vez que la eficiencia y calidad del cerdo representa un elemento clave en la rentabilidad de los productos.

## ▪ Desempeño Financiero

La volatilidad que caracterizó el ambiente operativo de la República Dominicana durante 2004, es el reflejo de una tasa de cambio que superó los 55 pesos por dólar durante el primer trimestre y que cerró en 29 pesos por dólar al cierre del año. Asimismo, durante el primer trimestre de ese año la economía se contrajo en 0,2% para luego avanzar durante el tercer trimestre en 1,4%. Dentro de este ambiente las ventas en volúmenes de INDUVECA lograron mantenerse sin variaciones significativas, siendo que el impacto en precios resultado del incremento de las materias primas por efecto devaluación inicial del año permitió que los ingresos por ventas incrementaran en 41% hasta 2.804 millones de pesos mientras que el margen bruto se deterioró 2,2 puntos porcentuales. Por su parte, los gastos de administración se incrementaron sólo 28% (el 54% de la

inflación promedio del período), permitiendo que el EBITDA alcanzara 389 millones de pesos. A pesar de que la empresa registró un ligero incremento en el costo financiero, la utilidad neta alcanzó su nivel más alto de los últimos años.

Asimismo, la reducción de 25% en el nivel de deuda financiera, el mantenimiento de adecuados niveles de liquidez (63% de la deuda financiera) aunado al incremento el EBITDA, permitieron mostrar relaciones de cobertura satisfactorias, siendo que la empresa no presenta exposición cambiaria. Vale destacar que la empresa goza de algunas dispensas impositivas derivadas de su condición de empresa agroindustrial integrada (Ley 409 de Fomento, Incentivo y Protección Agroindustrial), las cuales le permiten reducir significativamente los gastos de impuestos hasta el año 2009 y por lo cual las provisiones de impuestos no se vieron afectadas en el último año a pesar de la mayor utilidad, siendo que el aumento de esta última permitió que las relación ROAE se elevara 19,9%.

**Tabla No. 1.**  
**Indicadores crediticios empresas del sector en Latinoamérica**

	Sigma Alimentos Mexico	Sadia Brazil	Induveca Rep. Dominicana
Deuda/EBITDA	1,65	3,50	0,84
Margen EBITDA	18,2%	12,30%	13,88%
Deuda/Capitalización	0,48	0,60	0,23
(EBITDA-Capital Trabajo)/Intereses	8,34	1,48	2,55

Al cierre de diciembre de 2004 la relación de activo circulante a pasivo circulante alcanzó 1,54 veces mientras que la prueba ácida (la cual excluye los inventarios) fue 0,97 veces. Para el cierre del AF04, la relación de EBITDA a gastos financieros netos se elevó hasta 3,64 veces mientras que la relación de deuda total ajustada a EBITDA descendió hasta 0,84 veces.

Históricamente la empresa ha venido reduciendo su nivel de apalancamiento disminuyendo a su vez la exposición cambiaria lo cual ha reforzado la calidad de la capitalización de la empresa. Es así como al cierre de diciembre de 2004, la relación de pasivo a patrimonio fue de 0,49 veces mientras que la deuda en moneda extranjera se redujo a 176 mil dólares, siendo que esta se ubicaba en más de 15 millones de dólares al momento de la entrada de MERCASID como accionista mayoritario de la empresa. Al comparar algunos indicadores crediticios con los de otras empresas dentro de Latinoamérica, destaca que INDUVECA muestra buenas relaciones de cobertura de deuda y mucho menores indicadores de apalancamiento (ver tabla No.1).

## Induveca, S.A.

(Cifras no consolidadas expresadas en miles de pesos dominicanos)

Tipo de Cambio DOP/USD a final del Período	29,33	37,44	17,56	16,97
Meses	12 Dic-04	12 Dic-03	12 Dic-02	12 Dic-01
<b>Indicadores Financieros</b>				
EBITDA/Gastos Financieros	3,64	3,33	8,01	5,82
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	3,36	2,52	6,48	-
Deuda Total Ajustada/EBITDA	0,84	1,58	2,30	1,85
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	0,31	0,86	1,05	1,11
Deuda Total Ajustada/Capitalización	22,5%	32,2%	37,2%	30,9%
<b>Estado de Resultados</b>				
Ventas	2.804.123	1.993.041	1.701.136	1.259.986
Cambio (%)	40,7%	17,2%	35,0%	-
EBITDA	389.116	292.955	245.316	224.640
Margen EBITDA	13,9%	14,7%	14,4%	17,8%
Depreciación y Amortización	120.238	111.744	101.848	71.314
EBIT	268.877	181.211	143.468	153.326
Gastos Financieros	106.953	88.071	30.641	38.600
Costo Financiero Implícito (%)	27,0%	17,1%	6,3%	-
Pérdida Cambiaria	0	66.374	45.847	9.100
Utilidad Neta	208.745	52.261	66.347	92.136
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	19,86%	5,43%	7,05%	19,83%
<b>Flujo de Caja</b>				
Flujo de Caja Operativo	438.947	320.234	244.683	-
Variación en Capital de Trabajo	-116.476	-60.211	-73.395	-
Flujo de Caja Operativo Neto	322.471	260.023	171.288	-
Inversión en Activos Fijos	-29.746	-71.326	-46.626	-
Otras Inversiones, netas	-1.324	1.418	-12.463	-
Variación Neta de Deuda	-241.752	-255.679	71.830	-
Variación Neta de Patrimonio	-54.825	-30.950	-42.900	-
Otros financiamientos netos	0	0	0	-
Variación Neta de Caja	-5.176	-96.514	141.129	-
Flujo de Caja Libre	135.941	73.347	94.654	-
<b>Balance</b>				
Caja y Valores Líquidos	205.893	211.070	307.584	166.454
Cuentas por Cobrar	181.002	161.841	121.671	108.709
Activos Totales	1.680.347	1.649.362	1.647.950	1.476.281
Deuda a Corto Plazo	328.213	459.341	550.624	396.585
Deuda a Largo Plazo	0	3.670	13.621	19.342
Otras Deudas	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	328.213	463.011	564.245	415.927
Total Patrimonio	1.127.873	973.953	952.641	929.194
Intereses Minoritarios	0	0	0	0
Total Capital	1.456.085	1.436.964	1.516.886	1.345.121
<b>Liquidez</b>				
Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	100%	99%	98%	95%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,63x	0,46x	0,56x	0,42x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,89x	0,54x	0,42x	0,52x
<b>Riesgo Cambiario</b>				
Posición en Moneda Extranjera Neta (M USD)	-1.710,3	-1.600,5	-8.346,6	-15.118,0
<b>Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de diciembre de 2004)</b>				
Año	2005	2006	2007	2008
Vencimientos	0	0	0	0

\* En caso que pertenezcan a períodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos