

Alimentos, Bebidas y  
Tabaco  
República Dominicana  
Análisis de Crédito

## Molinos del Ozama C. por A. MOLINOS

### Calificaciones

Tipo de Instrumento	Calificación
Calificación Nacional Largo Plazo	A(dom)
Calificación Nacional Corto Plazo	F-1(dom)

### Datos Financieros

MOLINOS		
(M DOP)	31/08/2009	31/12/08
Activo Total	1.708.356	1.640.137
Patrimonio	980.091	803.613
Ingresos	3.591.263	4.151.787
EBITDA	294.753	269.026
Deuda Total	515.385	501.366

\* Cifras al cierre de abril 2009 no auditadas

### Analistas

Julio Ugueto  
+58 212 2863232  
julio.ugueto@fitchratings.com

Hilario Ramírez  
+58 212 2863844  
hilario.ramirez@fitchratings.com

### Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a MOLINOS reflejan la sólida posición competitiva de la empresa al consolidarse en la posición de liderazgo del mercado de harina de trigo en el país. La empresa basa sus ventajas competitivas en su capacidad instalada, la integración vertical del negocio, las estrategias aplicadas para generar fidelidad de sus clientes y en el apoyo operativo provisto por su accionista mayoritario, el cual tiene una dilatada experiencia en el sector en Centroamérica.
- A lo largo de los años, la empresa ha registrado ventas crecientes, beneficiadas por el hecho de que produce la materia prima necesaria para la elaboración del pan, el cual forma parte de la canasta básica del consumidor dominicano lo que se refleja en una menor elasticidad del producto con relación a otros bienes de consumo. Sin embargo, las calificaciones incorporan la expectativa que una desaceleración económica en presencia de una férrea competencia pueda colocar ciertas presiones en los volúmenes comercializados por la empresa.
- Las calificaciones de MOLINOS también incorporan la reciente recuperación del margen EBITDA a pesar de la tendencia decreciente registrada desde 2006 en este indicador, como resultado de la dificultad de trasladar el aumento de costos de materia prima (principalmente trigo) a los precios de sus productos. Vale destacar que el apoyo del accionista mayoritario para la procura del trigo ha beneficiado un mayor control de sus costos operativos. Se estima que el descenso de los precios internacionales del trigo continuarán beneficiando los márgenes de la empresa en el corto plazo.
- Las calificaciones también incorporan la reciente estructuración del perfil de deuda de Molinos, la cual se espera contribuya tanto a mejorar los ajustados niveles de liquidez como a reducir el riesgo de refinanciamiento. Al cierre de agosto 2009, el 61% de la deuda financiera se encontraba concentrada en el corto plazo por debajo del nivel registrado a abril 2009 del 100%. Las inversiones de capital previstas durante el año 2009 por unos 6 millones de dólares representan un reto para la empresa en términos del volumen de operaciones que debe alcanzar para disminuir el costo promedio de producción y así poder fortalecer el crecimiento de los márgenes de la operación.

### Elementos Clave de la Calificación de Riesgo

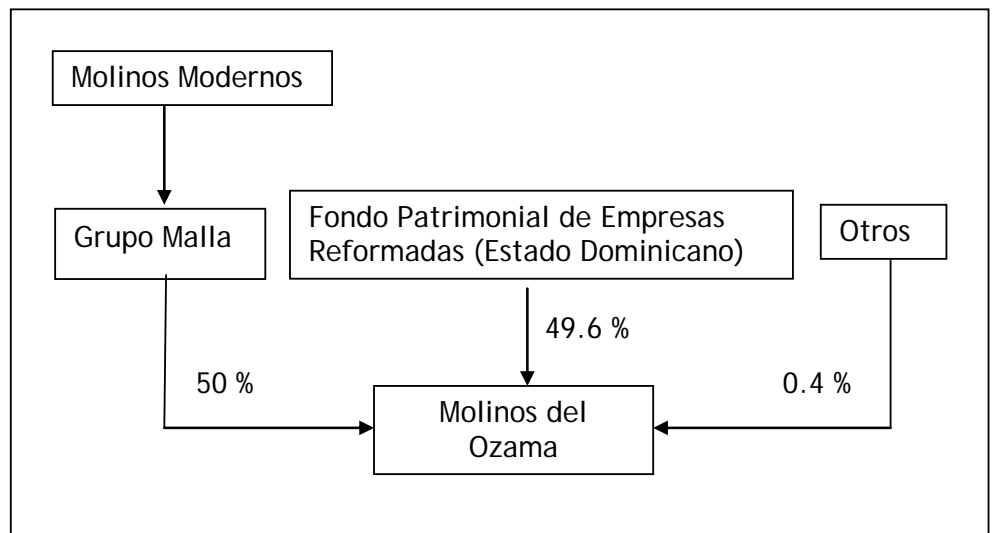
Las calificaciones podrían ser mejoradas si la empresa continúa extendiendo el perfil de vencimiento de su deuda financiera o si incrementa el volumen de operaciones de forma tal que mejore los indicadores de apalancamiento y cobertura de intereses. Por su parte, las calificaciones serían reducidas ante una menor generación de flujo de caja que resulte en mayores riesgos de refinanciamiento.

### Perfil

MOLINOS, fundada en el año 1999, se dedica a la manufactura y comercialización de harina de trigo, así como también a la venta de trigo y productos derivados principalmente en República Dominicana.

### Perfil de la Empresa

Los inicios de MOLINOS provienen de la Ley 141-97 de Capitalización de la Empresa Pública, promulgada en 1997 con el objeto de permitir la participación de inversionistas privados en el capital accionario de empresas que eran totalmente controladas por el Estado Dominicano. En este sentido, entre estas empresas se encontraban Molinos Dominicanos y Molinos del Norte, las cuales fueron fusionadas y luego ofrecida en subasta con el nombre de MOLINOS en el año 1998, en donde resulta adjudicada a Grupo Malla, empresa de capital dominicano que adquiere el 50% de participación, mientras que el Estado conservaría el 49,6% a través del Fondo Patrimonial de Empresas Reformadas y el resto quedaba distribuido entre los trabajadores de la empresa. Posteriormente, en el año 2002 el Grupo Malla fue adquirido por Molinos Modernos (MM), empresa que está localizada en Guatemala y se dedica a la manufactura y comercialización de harinas de trigo y maíz, pastas y galletas, manteniendo plantas de producción en Guatemala, El Salvador y Costa Rica. MM, es una división de Corporación Multi Inversiones, holding que agrupa filiales que operan en el sector de alimentos, construcción y financiero en Centroamérica y el Caribe, con sede en Guatemala.



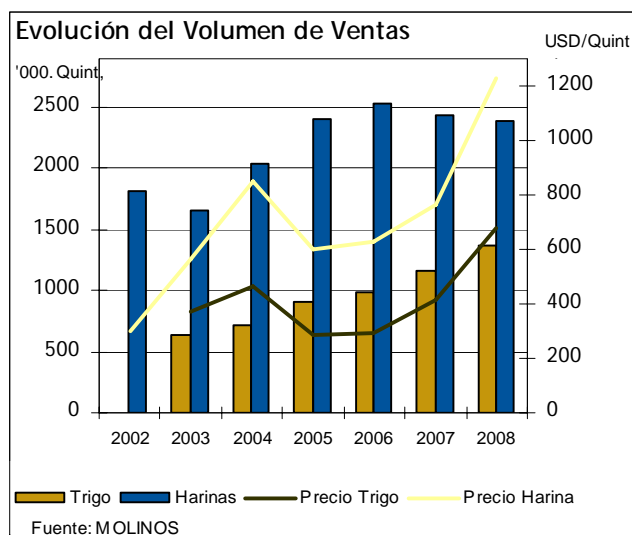
Las actividades de MOLINOS se han enfocado en la producción y comercialización de harina de trigo para consumo industrial en República Dominicana, así como también a la distribución de trigo importado a granel. MM también está presente en el país a través de la elaboración y comercialización de harinas, pastas y galletas.

El consejo de administración de MOLINOS está compuesto por 5 miembros, 4 provenientes del accionista privado, mientras que la secretaría del consejo es controlada por el miembro que representa al Estado.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma PriceWaterhouseCoopers, para los años fiscales culminados en el período 2004-2008. Asimismo, se analizaron los estados financieros interinos correspondientes a los 4 meses finalizados en el mes de abril de 2009. Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe fueron presentados de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados en República Dominicana.

## Operaciones

Los ingresos de MOLINOS están explicados por la manufactura y comercialización de harina de trigo y trigo importado principalmente en la República Dominicana. Dichos productos son distribuidos al sector industrial y comercial del país, siendo que la empresa distribuye sus productos a granel o empaçado en presentaciones desde 120 libras.



MOLINOS opera unas facilidades de producción con una capacidad de procesamiento de 540 toneladas métricas de trigo por día, la más grande del país, la cual está siendo utilizada casi en su totalidad. Asimismo, las instalaciones de la empresa cuentan con un puerto el cual es utilizado para la importación del trigo y otras materias primas, permitiéndole a la empresa participar en todos los eslabones de la cadena de valor de este cereal, lo cual ha beneficiado sus márgenes de comercialización y representa un elemento diferenciador con el

resto de los competidores en el mercado.

Desde la adquisición del Grupo Malla por parte de MM, MOLINOS se ha beneficiado del apoyo operativo y financiero provisto su mayor accionista. MM es una empresa líder en la producción de harinas de trigo y otros derivados en Centroamérica, constituida en la década de los 30. Durante los primeros años de la entrada de MM como accionista, la empresa otorgó el apoyo financiero necesario para mejorar el desempeño de MOLINOS, mientras que hasta la fecha la procura de materia prima, principalmente trigo, se ha realizado en conjunto con las distintas empresas del grupo, lo cual se ha reflejado en menores costos de provisión de materia prima. Asimismo, la empresa se ha beneficiado de sinergias con otras empresas pertenecientes a MM, como Horneados Pepín, el principal fabricante de pan del país. Al cierre de diciembre del año 2008, un solo un 1,2% de las ventas de MOLINOS se realizaban a esta empresa relacionada.

Los principales clientes de MOLINOS en el segmento de harinas están representados por pequeños y medianos comerciantes que elaboran pan y otros productos derivados. En este sentido, las ventas de la empresa se encuentran razonablemente atomizadas en este segmento, siendo que los 20 principales clientes concentraron el 21,3% de las ventas al cierre del año fiscal 2008. El 50% de las ventas de harinas están dirigidas a mayoristas y distribuidores, mientras que el resto están explicados por panaderías, supermercados y grandes clientes, principalmente hoteles. Por su parte, las ventas de trigo se encuentran concentradas, siendo que el 90% de las mismas se dirigen hacia MM, la cual es utilizada como materia prima para la elaboración de galletas, pastas y harinas al detal. En cuanto la logística de transporte, alrededor del 60% de su producción es distribuida transportistas independientes, mientras que la empresa atiende a sus mayores clientes, principalmente en el segmento institucional, con una flota propia de 10 camiones.

Desde su fundación, MOLINOS ha registrado una relativa baja elasticidad con respecto al precio y al ingreso, lo cual se ha reflejado en la estabilidad de sus volúmenes de venta, incluso en periodos de contracción de la actividad económica o de alzas en los precios de

los productos. Dicha tendencia ha sido el resultado de la sólida posición competitiva de la empresa en su mercado relevante, así como también el hecho que sus productos representan la principal materia prima utilizada en la elaboración del pan, el cual forma parte la canasta de consumo básica del dominicano. Sin embargo, este último factor también se ha reflejado en presiones externas que han dificultado en ciertas oportunidades el total traslado de los costos de producción al precio de sus productos. En importante destacar que en ocasiones el gobierno ha requerido la aplicación de subsidios a la harina de trigo para evitar mayores alzas en el precio del pan.

MOLINOS enfrenta competencia de otros importadores de trigo en República Dominicana, siendo que el país no establece aranceles ni licencias de importación para este cereal. Sin embargo, la harina de trigo sí cuenta con un arancel de 14%, lo que aunado a las especificaciones requeridas por los fabricantes de pan en el país y la dificultad para transportar el producto desde centros de producción lejanos constituyen barreras a la entrada a los productos importados. El tratado DR-CAFTA prevé el desmontaje de dicho arancel en un periodo de 20 años, lo cual solo le vislumbran amenazas competitivas por este tema a largo plazo.

### **Estrategia y Posición Competitiva**

MOLINOS se ha consolidado en la posición de liderazgo en el mercado de harina de trigo en República Dominicana. La empresa basa sus ventajas competitivas en su mayor capacidad instalada, la integración de sus procesos en toda la cadena de valor del trigo y el apoyo provisto por MM, empresa que tiene una dilatada experiencia en este sector, la cual ha beneficiado las operaciones de MOLINOS.

MOLINOS ha basado su estrategia en lograr una mayor fidelidad de sus clientes, ofreciendo un producto adaptado a las necesidades específicas de los mismos, tomando en consideración la limitada capacidad tecnológica en sus respectivas fábricas. En este sentido, la empresa comercializa la marca "Panadero" la cual tiene las especificaciones requeridas para la elaboración de pan, así como también la marca "Primavera" para la elaboración de otros productos. Asimismo, MOLINOS ha dedicado mayores esfuerzos en la provisión de un adecuado servicio hacia sus clientes, incluyendo un staff de soporte compuesto por 30 personas, la prestación de asesoría técnica tanto en el punto de venta como en las instalaciones de MOLINOS, en donde la empresa ha constituido la "Universidad del Pan", realizando cursos y seminarios a todos sus clientes y la posibilidad de verificar la cadena de suministro para poder rastrear los despachos, todo ello con el objetivo de mantener el nombre y las marcas comercializadas por la empresa como referencias del mercado.

La empresa espera invertir unos 6 millones de dólares durante el año 2009 en la adquisición de un nuevo molino para ampliar la capacidad instalada en 250 toneladas métricas por día hasta alcanzar 790 toneladas métricas. MOLINOS espera destinar su mayor capacidad en la búsqueda de una mayor participación en el mercado local (actualmente concentran un 51%, de acuerdo con estimaciones de la gerencia), así como promover sus exportaciones, principalmente hacia Haití, país en el cual la empresa espera ganar clientes dado que los mismos demanda productos con características similares a los dominicanos.

### **Desempeño Financiero**

Durante los últimos años las actividades de MOLINOS se ejecutaron en un entorno favorable, caracterizado por un continuo incremento del producto interno bruto y del consumo de la población, lo que impulsó el volumen de operaciones de la empresa. Sin embargo, se espera que la desaceleración de la actividad económica registrada en el país desde el segundo semestre del año 2008 imprima ciertas presiones en los volúmenes de

venta de la empresa, aun cuando el carácter de materia prima para un producto perteneciente a la canasta básica del consumidor pudiera mitigar tales efectos.

Es importante destacar la reciente recuperación del margen EBITDA, lo cual contrasta con la tendencia que mantuvo este indicador entre los años 2005 y 2008, período durante el cual la empresa no pudo trasladar los costos de materia prima, principalmente el trigo, a los precios de los productos. La mayor estabilidad que ha venido experimentando el precio del trigo en los mercados internacionales explica este resultado favorable.

Asimismo, la empresa ha implantado cambios en la política de gestión de capital de trabajo y financiamiento de la operación que redundarán en un mejoramiento de su perfil financiero. Por un lado, Molinos logró duplicar el financiamiento de proveedores sin ningún costo adicional para la operación, y por el otro, extendió el perfil de vencimiento de su deuda financiera, llevando el peso de la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda total de 100% a abril 2009 a 61 % a agosto 2009. Esta reestructuración financiera no sólo redujo el costo promedio de financiamiento sino que disminuyó el riesgo de refinanciamiento de su deuda, sentando las bases para el fortalecimiento de sus indicadores de apalancamiento. De hecho, al cierre de agosto 2009 la relación deuda financiera a EBITDA se ubicó en 1,59 veces, una reducción sustancial respecto a abril 2009 cuando este indicador se ubicó en 2,66 veces; el mayor nivel registrado por este indicador en al menos 5 años. Por otro lado, al cierre de agosto de 2009 el flujo generado por operaciones y las posiciones en efectivo representó el 95,2% de su deuda a corto plazo, una mejora importante en este indicador de liquidez, toda vez que el mismo se ubicó en 35% al cierre de abril 2009.

Por otro lado, la empresa mantiene líneas de crédito autorizadas por 46 millones de dólares (40% utilizadas) para soportar un mayor volumen de operaciones. Asimismo, durante el año 2009 la empresa espera realizar inversiones de capital por 6 millones de dólares, con el objeto de ampliar la capacidad instalada de la planta, siendo que se espera que la mayor parte del financiamiento provengan de fondos externos, por lo cual la empresa tiene el reto de incrementar el volumen de operaciones a mediano plazo a fin de reducir el costo promedio de producción y fortalecer los márgenes de la operación.

**Resumen Financiero - Molinos del Ozama C. por A.**

(Cifras expresadas en miles de pesos dominicanos. Años culminados el 31 de diciembre)

	Aug-09 (UDM)	2008	2007	2006	2005
<b>Resumen Financiero</b>					
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	294.753	269.026	246.954	294.381	295.448
EBITDAR Operativo	294.753	269.026	246.954	294.381	295.448
Margen de EBITDA (%)	8,21	6,48	9,42	13,98	15,57
Margen de EBITDAR (%)	8,21	6,48	9,42	13,98	15,57
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,60	21,11	28,53	31,55	33,71
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(6,90)	(6,28)	(6,89)	0,90	(3,01)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	21,45	21,12	24,19	33,30	30,17
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,78	5,01	12,29	24,99	13,55
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	5,53	4,89	10,25	26,33	13,49
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5,53	4,89	10,25	26,33	13,49
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,80	0,48	0,97	4,45	2,93
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,80	0,48	0,97	4,45	2,93
FGO / Cargos Fijos	5,78	5,01	12,29	24,99	13,55
FFL / Servicio de Deuda	(0,53)	(0,37)	(0,62)	0,45	(0,35)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,40)	(0,16)	(0,12)	2,37	1,23
FGO / Inversiones de Capital	0,35	(0,28)	2,01	7,17	6,06
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,67	1,82	0,78	0,20	0,27
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,75	1,86	0,93	0,19	0,27
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,59	1,42	0,42	(0,24)	(0,27)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,75	1,86	0,93	0,19	0,27
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,59	1,42	0,42	(0,24)	(0,27)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,96	15,04	16,90	16,72	42,11
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,61	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Balance</b>					
Total Activos	1.708.356	1.640.137	1.523.953	1.443.635	1.241.268
Caja e Inversiones Corrientes	45.353	118.707	126.455	126.994	158.864
Deuda Corto Plazo	315.385	501.366	230.000	55.000	78.773
Deuda Largo Plazo	200.000	0	0	0	0
Deuda Total	515.385	501.366	230.000	55.000	78.773
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	515.385	501.366	230.000	55.000	78.773
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	515.385	501.366	230.000	55.000	78.773
Total Patrimonio	980.091	803.613	807.675	830.540	801.804
Total Capital Ajustado	1.495.476	1.304.979	1.037.675	885.540	880.577
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	254.813	220.465	271.982	268.239	274.935
Variación del Capital de Trabajo	(214.813)	(239.509)	(191.527)	36.205	73.384
Flujo de Caja Operativo (FCO)	40.000	(19.044)	80.455	304.444	348.319
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(112.820)	(67.600)	(40.015)	(42.463)	(57.465)
Dividendos	(174.919)	(174.212)	(220.980)	(243.078)	(347.980)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(247.739)	(260.856)	(180.540)	18.903	(57.126)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	(18.258)	5.000	(27.000)	572
Variación Neta de Deuda	208.880	271.366	175.000	(23.772)	53.523
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(38.859)	(7.748)	(540)	(31.869)	(3.031)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	3.591.263	4.151.787	2.620.267	2.106.239	1.897.673
Variación de Ventas (%)	(13,50)	58,45	24,41	10,99	(16,65)
EBIT Operativo	258.118	223.113	205.632	260.861	264.094
Intereses Financieros Brutos	53.255	55.004	24.087	11.182	21.900
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	206.800	170.151	198.116	271.814	255.794

\* Cifras al 31 de agosto de 2009 no auditadas

Copyright © 2009 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una calificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La calificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o impositividad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch calificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una calificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos.