

Corporativo/República
Dominicana
Análisis de Riesgo

INDUVECA, S.A. (INDUVECA)

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-2(dom)	NC	Mayo-2004
Largo Plazo	A-(dom)	NC	Mayo-2004

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-2(dom): La calificación F-2(dom) denota una satisfactoria capacidad de pago oportuno para con los compromisos financieros, pero el margen de seguridad no es tan grande como en el caso de las calificaciones superiores.

Analistas

Franklin Santarelli
(58 212) 286 32 32
franklin.santarelli@fitchvenezuela.com

Carlos Fiorillo
(58 212) 286 38 44
carlos.fiorillo@fitchvenezuela.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 2.000 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

- Niveles de cobertura de deuda inferiores a la media
- Corto plazo de la deuda financiera
- Deterioro del ambiente operativo en la República Dominicana

Fundamentos

La introducción de nuevas líneas de productos, el claro reconocimiento de la marca y la relativa estabilidad en la demanda de productos cárnicos, han resultado en un crecimiento sostenido de las ventas de INDUVECA en los últimos años. Durante el año 2001 MERCASID S.A. (MERCASID), una empresa dedicada a la manufactura y comercialización de productos de consumo masivo, completó la compra del 54% de INDUVECA para así aprovechar las sinergias que generaba su amplia experiencia 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, distribución y el relanzamiento de la marca, con la intención de consolidar su liderazgo de mercado. Más específicamente la gerencia de la empresa ha logrado reducir el personal en casi un 21% en los últimos 3 años y disminuir en más de un 90% la deuda financiera denominada en moneda extranjera logrando así reducir su exposición cambiaria. A su vez, la empresa ha introducido nuevas marcas de productos (Rivera y CampoFrio) y expandido su red de distribución. Durante el proceso de adquisición, se incorporó como socio estratégico el Grupo Popular S.A., quien suscribió el 10% de las acciones de INDUVECA. Dicha suscripción de acciones por 130 millones de pesos permitió cancelar una porción de la deuda financiera a la fecha.

El mercado de productos cárnicos está caracterizado por una demanda relativamente estable apoyada en las costumbres alimenticias del dominicano y la atractiva relación precio valor de dichos productos. Sin embargo, la demanda de las principales líneas de productos de la empresa han enfrentado la caída del ingreso promedio del dominicano desde finales del año 2002 y, a su vez, el drástico incremento en precios como consecuencia del efecto de la devaluación sobre los principales insumos. Así, durante el año 2003, las ventas de INDUVECA en términos de unidades se contrajeron en poco más de 13%; sin embargo, el aumento de precios antes mencionado (cerca de 30% en promedio) permitió un aumento de 12% en los ingresos por ventas, siendo que dicho ajuste aún se encuentra por debajo del nivel de inflación y devaluación del año en cuestión. La posible aplicación de nuevos ajustes de precios durante el año 2004 y la continua caída del ingreso de la población requerirá de una estrategia de comercialización proactiva para poder mitigar el efecto de un mayor descenso en la demanda.

La acertada disminución de su exposición en moneda extranjera, y la reducción de la deuda financiera le permitieron a INDUVECA sortear sin mayores contratiempos la drástica devaluación ocurrida desde principios del año 2003 mientras que 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 (en parte gracias al apoyo provisto por su accionista mayoritario MERCASID), resultaron en un bajo costo financiero, el cual se ubica por debajo de la mitad que el registrado durante el año 2001 a pesar del significativo crecimiento de las tasas de interés en el mercado monetario. El mantenimiento de un estricto control de los costos de operación y de su deuda financiera, serán claves para enfrentar la inestabilidad del entorno operativo en la República Dominicana.

Mayo 2004

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.

▪ Perfil

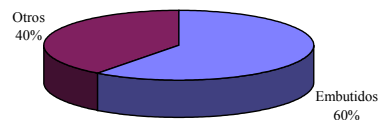
INDUVECA, S.A. (INDUVECA), fundada en el año 1968, es una empresa dedicada a la manufactura y comercialización de productos cárnicos en la República Dominicana con ventas cercanas a los 2.000 millones de pesos, siendo la empresa líder en su mercado de operación. A lo largo de los años la empresa a través de la aplicación de constantes mejoras a su proceso productivo, la ampliación de su red de distribución y la introducción de nuevos productos, ha podido consolidarse como el primer distribuidor nacional de productos cárnicos, siendo que al cierre del año 2003 manejaba alrededor de un 70% del mercado.

Durante el año 2001 MERCASID completó la compra del 54% 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 Dominicana con ventas superiores a los 5.000 millones de pesos, líder en la mayoría de los mercados donde participa. 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 casi un 21% el número de empleados desde el momento de la adquisición y en más de un 90% la deuda financiera denominada en moneda extranjera logrando reducir su exposición cambiaria, además de la introducción nuevas marcas de productos (Rivera y CampoFrio) y la expansión de la red de distribución. Durante el proceso de adquisición, se incorporó como socio estratégico el Grupo Popular S.A., quien suscribió el 10% de las acciones de INDUVECA. Dicha suscripción de acciones por 130 millones de pesos permitió cancelar una porción de la deuda financiera a la fecha. El 36% restante del capital de la empresa lo mantiene la familia Rivera, quienes iniciaron este negocio hace 36 años.

▪ Operaciones

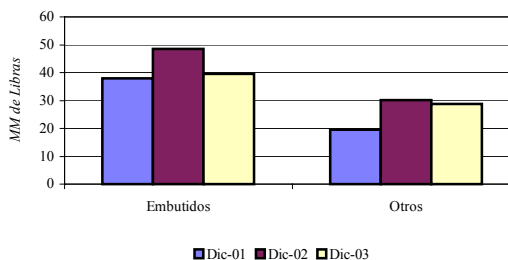
INDUVECA se dedica a la producción y comercialización de productos cárnicos a nivel nacional e internacional. La empresa cuenta con facilidades de producción suficientes para procesar unas 90 millones de libras anuales de productos. A lo largo de los años la empresa ha introducido diversos productos 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.

Gráfico N° 1
Distribución de las Ventas 2003



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 CampoFrio (España) para el desarrollo de productos cárnicos de alta calidad, los cuales están siendo paulatinamente introducidos en el mercado.

Gráfico N° 2
Evolución de las Ventas por Producto



Si bien la estructura de costos de la empresa está principalmente explicada por insumos denominados en moneda local (carne de res, 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. Sin embargo, a pesar de esta situación y, en un intento por mantener la demanda del producto, durante el 2003 la empresa decidió postergar hasta el segundo semestre del año el ajuste de los precios de venta, lo que se reflejó en una menor caída en las ventas sin que se viera

afectado el margen bruto el cual permaneció en un valor similar al registrado en los últimos tres años.

A pesar de esta situación, la significativa contracción del ingreso de los dominicanos y el ajuste del precio de los productos de INDUVECA (principalmente durante el segundo semestre de 2003), se reflejaron en una caída sensible de las ventas en términos de unidades. Es importante destacar que durante el año 2004 se ha verificado una tendencia expansiva de las ventas en términos de unidades, una vez que la población ya ha podido asimilar (aunque sea parcialmente) el efecto del incremento del costo de los productos de la cesta básica; sin embargo, de mantenerse la volatilidad del tipo de cambio y su consecuente efecto sobre los precios de venta, las ventas de la empresa podrían retomar su tendencia contractiva.

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 absoluto de la empresa dentro del mercado dominicano.

En el caso del salami, la empresa distribuye poco más de 12 presentaciones de dicho producto, siendo que según la información de mercado proporcionada por la gerencia al cierre de diciembre de 2003 manejaba cerca del 78% de este mercado mientras que en el caso de “jamones” controla cerca del 73%. Sus competidores más cercanos incluyendo Sosua, Chef, Checo y otros tienen una porción minoritaria.

Asimismo, en el caso de las salchichas la empresa mantiene una participación ligeramente inferior, en parte afectada por la mayor cantidad de competidores en dicho mercado. Sin embargo, INDUVECA registra un liderazgo claro a través de sus diferentes presentaciones de salchichas con un 56% de participación.

Una de las fortalezas de la empresa lo representa su fuerza de distribución. Así INDUVECA llega alrededor del 90% de los puntos de venta del país, los cuales se visitan con una frecuencia de una a dos veces por semana. La empresa cuenta con una moderna fábrica ubicada en la Vega y 5 centros de distribución nacional, además de una flota de 191 vehículos que le permiten llevar el producto en condiciones apropiadas al cliente.

La sólida posición de mercado de la empresa, los avances logrados en el proceso de reforzamiento de la marca y la constante introducción de nuevos productos, le podrían

permitir a INDUVECA sortear sin mayores inconvenientes la inestabilidad de la demanda en el corto plazo, derivada de la caída del ingreso de la población y el incremento en los precios a nivel nacional.

▪ **Desempeño Financiero**

Las actividades de INDUVECA durante el AF03 transcurrieron en medio de un franco deterioro del ambiente operativo en la República Dominicana, caracterizado por una depreciación de la moneda de más del 110%, un repunte en el nivel inflacionario y una reducción del ingreso familiar. Dicho entorno resultó en un comportamiento adverso en las cifras de ventas en términos de volúmenes para la mayoría de las líneas de negocio incluyendo las ventas del producto insignia (salamis), salchichas, jamones y otras que en conjunto registraron un descenso cercano al 11%. A pesar de este comportamiento de las ventas por volumen, el drástico ajuste de los precios por efecto de la devaluación permitió un aumento de 17% en las ventas en términos de pesos mientras que la utilidad bruta se elevó en 14%. Sin embargo, y a pesar de la ligera reducción del margen bruto producto del rezago de los precios de venta, los esfuerzos de la gerencia por contener los gastos de administración, los cuales tan sólo crecieron en sólo 9% (poco menos de la mitad de la inflación promedio del período), permitieron un aumento de 27% en la utilidad operativa mientras que la relación de utilidad una vez descontada la depreciación (EBITDA) se elevó en 19% hasta 293 millones de pesos. La reducción de 17% en el nivel de deuda financiera, el mantenimiento de adecuados niveles de inversiones temporales (principalmente activos financieros de muy corto plazo y adecuado rendimiento) y la mejora en la percepción de riesgo de la empresa, permitió compensar parcialmente la drástica subida de las tasas de interés en el mercado monetario (+20% en promedio para la tasa activa). Si bien la empresa mantiene una porción minoritaria de deuda denominada en moneda extranjera, sus compromisos con algunos proveedores han resultado en una posición corta en dólares que resultó por efecto de la devaluación de la moneda en una pérdida cambiaria de 66 millones de pesos durante el año; 37% de la utilidad operativa el período. Una vez deducidos los costos de financiamiento (financieros y cambiarios) la utilidad neta de la empresa aumentó hasta 73 millones de pesos mientras que las relaciones ROA y ROE se elevaron hasta 4,4% y 7,4% respectivamente. Es importante 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 sus gastos de impuestos hasta el año 2009, momento en el cual la empresa no tendrá derecho a aplicar ninguna clase de descuento a sus provisiones de impuesto por efecto de su clasificación, pudiendo esto representar una posible reducción en su rentabilidad en la medida que no se capitalicen los ahorros en costos necesarios para compensar dicha exención.

La reducción de la deuda financiera de corto plazo, el mantenimiento de adecuados niveles de inversiones temporales y aumento del valor de los inventarios producto de la devaluación, han permitido a INDUVECA mejorar paulatinamente sus indicadores de liquidez. Así al cierre de diciembre de 2003 la relación de activo circulante a pasivo circulante alcanzó 1,1 veces mientras que la prueba ácida (la cual excluye los inventarios) fue 0,7 veces. Por su parte, la relación de efectivo e inversiones temporales a deuda financiera de corto plazo se ubicó en 0,40 veces, relación que luce conservadora considerando el adecuado flujo de caja de la empresa.

El crecimiento más que proporcional del EBITDA con relación a los gastos financieros y la reducción de la deuda financiera resultaron en una mejora de las relaciones de cobertura de deuda e intereses. Para el cierre del AF03, la

relación de EBITDA a gastos financieros netos se elevó hasta 6,5 veces mientras que la relación de EBITDA a deuda financiera de corto plazo aumentó hasta 0,6 veces. Por su parte, la relación de EBITDA a deuda financiera total fue de 0,6 veces.

Históricamente la empresa ha registrado niveles de apalancamiento relativamente estables reduciendo a su vez la exposición cambiaria lo cual ha reforzado la calidad de la capitalización de la empresa. Al cierre de diciembre de 2003, la relación de pasivo a patrimonio se mantuvo en 0,7 veces, similar a la registrada durante el año anterior mientras que los pasivos en moneda extranjera superaban a los activos en tan sólo USD 1,5 millones, siendo que dicha relación se ubicaba en más de 15 millones de dólares al momento de la entrada de MERCASID como accionista mayoritario de la empresa.

Induveca, S.A.

(Cifras no consolidadas expresadas en miles de pesos dominicanos)

Tipo de Cambio DOP/USD a final del Período 37,44 17,56 16,97

Meses	12 Dic-03	12 Dic-02	12 Dic-01
-------	--------------	--------------	--------------

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	6,48x	8,01x	5,82x
EBITDA*/Deuda de Corto Plazo	0,63x	0,45x	0,57x
EBITDA*/Deuda Financiera Total	0,62x	0,43x	0,54x
EBITDA*/Deuda Financiera Neta de Corto Plazo	1,11x	1,01x	0,98x
Pasivo/Patrimonio	0,65x	0,73x	0,59x

Resultados

Ventas Netas	1.993.041	1.701.136	1.259.986
% de Cambio*	17,2%	35,0%	#¡DIV/0!
EBITDA	293.105	245.316	224.640
Margen EBITDA	14,7%	14,4%	17,8%
Depreciación y Amortización	111.441	101.848	71.314
EBIT	181.664	143.468	153.326
Gastos Financieros	45.226	30.641	38.600
Costo de Financiamiento Estimado	8,7%	6,3%	18,6%
Pérdida Cambiaria	66.374	45.847	9.100
Utilidad Neta	73.327	66.347	92.136
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	7,4%	7,1%	19,8%
Retorno sobre Activo Promedio*	4,4%	4,2%	12,5%

Flujo de Caja

Efectivo Neto Provisto por las Actividades Oper.	0	94.800	242.623
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Inv.	0	(59.089)	(19.514)
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Financ.	0	105.418	(57.020)
Flujo de Efectivo Neto	0	141.129	166.089

Balance

Efectivo e Inversiones en Valores	202.559	307.584	166.454
Cuentas por Cobrar	168.915	121.671	108.709
Activo Total	1.691.408	1.647.950	1.476.281
Deuda Financiera de Corto Plazo	465.830	550.624	396.585
Cuentas y Gastos por Pagar	195.940	106.804	110.113
Deuda Financiera de Largo Plazo	3.670	13.621	19.342
Pasivo Total e Intereses Minoritarios	665.440	695.308	547.086
Patrimonio Total	1.025.968	952.641	929.194

Liquidez

Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	99%	98%	95%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	0,43x	0,56x	0,42x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,57x	0,42x	0,52x
Prueba Acida	0,74x	0,72x	0,58x

Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (USD)	-1.235,2	-8.346,6	-15.118,0
--	----------	----------	-----------

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre del 31 de diciembre de 2003)

Año	2005	2006	> 2006
Vencimientos	3.670	-	-

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