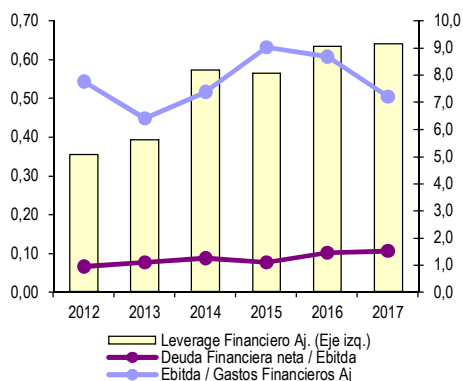


	Dic. 2017	Sep. 2018
Solvencia	-	AA
Perspectivas	-	Estables

* Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2015	2016	2017
Margen operacional	11,6%	10,2%	8,1%
Margen Ebitda	14,4%	13,5%	12,1%
Endeudamiento total	1,0	1,1	1,3
Endeudamiento financiero	0,6	0,6	0,6
Deuda Financiera / Ebitda	1,4	1,8	2,1
Deuda financiera neta / Ebitda	1,1	1,4	1,5
Ebitda / Gastos Financieros	9,0	8,7	7,2
FCNO anual / Deuda Financiera	28,4%	29,5%	57,3%
Liquidez corriente	1,2	1,1	1,1

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Fundamentos

La calificación "AA" asignada a la solvencia de Pasteurizadora Rica S.A. (Rica) responde a un fuerte perfil de negocios, sustentado por el fuerte posicionamiento y liderazgo en los mercados de sus principales productos, la relevante integración vertical de sus operaciones y la diversificación de sus productos, mercados y canales de venta. A lo anterior, se incorpora la mantención de un satisfactorio perfil financiero, asociado a una alta capacidad de generación operacional, que le ha permitido mantener adecuados indicadores de cobertura y liquidez, frente a un creciente endeudamiento financiero asociado a su plan de inversiones.

En contrapartida, considera la exposición a la volatilidad de los precios internacionales de sus materias primas y al riesgo de tipo de cambio. También incorpora los riesgos asociados a la regulación.

Rica fue fundada en 1966, dedicada a la elaboración y comercialización de productos lácteos y jugos en República Dominicana.

Las principales líneas productos de la empresa son Leches; Jugos, Bebidas y Concentrados; y Meriendas Escolares, los cuales implican el 96,7% de sus ingresos durante el año 2017.

En las líneas de Leches y Jugos, Rica posee el liderazgo del mercado local, con una fabricación donde un porcentaje relevante de sus materias primas son de elaboración o recolección propia, gracias a sus empresas relacionadas Consorcio Cítrico Dominicano y Lechería San Antonio. Esto le permite mantener el control de la calidad, costos y disponibilidad de las materias primas claves.

La empresa posee 6 centros de distribución donde abastece una gran cantidad de colmados, su principal canal de venta, y los supermercados.

Los ingresos de la compañía son crecientes, con un promedio de 10% anual para los últimos 5 años, alcanzando RD\$12.525 millones a diciembre de 2017. A la misma fecha, el ebitda fue de RD\$1.514 millones y, pese a mostrar una velocidad de crecimiento anual más elevada (14,8% para los últimos 5 años), presenta una mayor volatilidad.

El alza de los ingresos ha estado sustentada en el incremento de los volúmenes de venta, derivado del crecimiento en la capacidad productiva de la compañía en los últimos años. Estas inversiones, a la vez, han implicado un crecimiento en la deuda, la cual alcanzó a RD\$3.147 millones a diciembre de 2017. Con ello, el endeudamiento financiero pasó de 0,35 veces en 2012 a 0,63 veces en 2017.

Sin embargo, la alta y creciente capacidad de generación operacional de Rica le ha permitido mantener indicadores de cobertura adecuados para su categoría de riesgo, donde se destaca una deuda financiera neta sobre ebitda de 1,5 veces y un ebitda sobre gastos financieros de 7,2 veces, al cierre de 2017.

Adicionalmente, la compañía mantiene una satisfactoria liquidez a diciembre de 2017, asociada a caja y equivalentes por RD\$711,2 millones, inversiones de alta liquidez por RD\$147,6 millones, flujos operacionales por RD\$1.803 millones y la presencia de líneas de crédito. Todo ello, frente a una deuda de corto plazo por RD\$2.153 millones, donde RD\$1.701 responden a líneas de capital de trabajo.

Perspectivas: Estables

Las perspectivas asignadas responden a la expectativa de Feller Rate de que la compañía mantendrá su plan de inversiones con una política financiera conservadora y satisfactorios indicadores de liquidez.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACION

Fortalezas

- Fuerte posicionamiento, con liderazgo de mercado en sus principales productos.
- Diversificación en canales y productos.
- Relevante integración vertical que le permite control de costos, calidad y disponibilidad.
- Alta capacidad de generación operacional le permite mantener satisfactorios niveles de liquidez.

Riesgos

- Exposición relativa de sus márgenes a la variación de los precios internacionales de sus materias primas y al riesgo de tipo de cambio.
- Creciente nivel de endeudamiento financiero, asociado a inversiones y crecimiento de su nivel productivo, mitigado por su alta capacidad de generación operacional.
- Debido a las características de los productos lácteos, eventualmente existe riesgo político asociado a regulaciones de cuotas de importación de leche en polvo y las condiciones de precios existentes en el mercado local.

Analista: Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.com
(56) 22757-0463

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

PERFIL DE NEGOCIOS *Fuerte*

Pasteurizadora Rica S.A. (Rica) es una sociedad fundada en República Dominicana en el año 1966.

La compañía y sus filiales se dedican a la producción y comercialización de jugos, leches líquidas en formato UHT y larga vida, quesos y mantequillas, meriendas escolares, entre otros, los que distribuye en toda República Dominicana, además de exportar a El Caribe y vender en Estados Unidos de Norteamérica.

Posición de liderazgo de mercado en sus principales productos

Las familias de productos de Rica son Leches, Jugos, Bebidas y Concentrados, Derivados Lácteos (grasas y sólidos), Merienda Escolar y Otros Productos.

— **LECHES**

La principal familia de productos de Rica es Leches, donde se incluyen las versiones y marcas de leche líquida, leche evaporada y leche en polvo.

En Leches líquidas, la compañía mantiene históricamente el liderazgo de mercado, con un fuerte posicionamiento de sus marcas y una participación que supera el 90%, tanto en volúmenes como en ventas.

La compañía participa, también del negocio de leche evaporada, donde compite con importaciones de marcas internacionales y donde mantiene un 36% del volumen vendido en el mercado dominicano.

Adicionalmente, desde el año 2007, la compañía participa en el mercado de leche en polvo, la cual es adquirida en los mercados internacionales para su posterior envasado en fundas plásticas y envases flexibles.

Esta familia de productos ha sido históricamente la principal de Rica, representando el 54% de los ingresos de la compañía, al 31 de diciembre de 2017.

— **JUGOS, BEBIDAS Y CONCENTRADOS**

La familia de productos Jugos, Bebidas y Concentrados es la segunda en importancia para Rica, con un fuerte posicionamiento de mercado, donde el concepto “jugos listos” alcanza un 66% del mercado por volumen, dentro del que se destacan especialmente los “jugos frescos”, donde posee cerca del 100% de participación.

Esta familia de productos representó el 33% de los ingresos de la compañía al 31 de diciembre de 2017.

— **MERIENDA ESCOLAR**

Rica participa en el negocio de la Merienda Escolar mediante la venta al Estado Dominicano de una bebida láctea, cuyo consumo ha sido creciente en los últimos años y, a diciembre de 2017, representó el 10% de las ventas de la compañía.

— **DERIVADOS LÁCTEOS**

La compañía comercializa subproductos de la leche, como quesos y mantequillas, los que aprovechan sus insumos y cadena de distribución. Al 31 de diciembre de 2017, estos productos representaron un 1,2% de las ventas de Rica.

— **OTROS**

La compañía comercializa productos de otras compañías, como agua y tarjetas telefónicas, que representaban a diciembre de 2017 un 2,1% de los ingresos, los cuales rentabilizan la operación de su cadena de distribución y agregan diversificación a las operaciones de la empresa.

Atomización de su principal canal de ventas

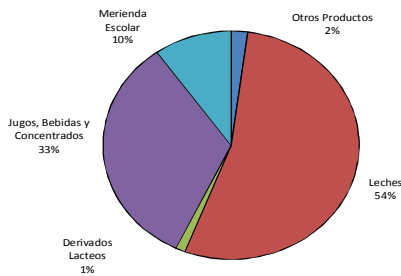
La mayor parte de las ventas de la compañía son realizadas a colmados, los cuales son por naturaleza muy atomizados y distribuidos en todo el territorio de República Dominicana. Adicionalmente, este tipo de punto de ventas paga en efectivo al momento de la entrega, lo que significa un flujo de caja permanente.

Estructura de propiedad

Pasteurizadora Rica S.A. de propiedad de las familias Brache, Cáceres y del fondo de inversión Loganville.

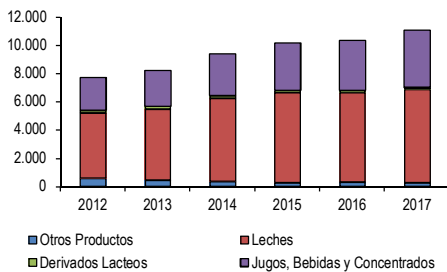
Distribución de Ingresos por Producto

A diciembre de 2017



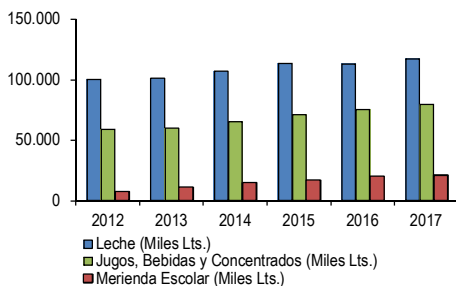
Evolución de los Ingresos

Millones de RD\$



Evolución de las Ventas en Unidades de Principales Productos

Cifras en Miles de Litros



Solvencia
PerspectivasAA
Estables

El segundo mayor canal de ventas son las cadenas de supermercados, los que se encuentran concentrados en las grandes ciudades y poseen una política de pago de mayor plazo.

Adicionalmente, cerca del 5% de la venta de la compañía se realiza en el extranjero, exportando a El Caribe y vendiendo en algunos mercados locales de Estados Unidos de Norteamérica, donde la colonia dominicana es relevante.

La venta en Estados Unidos se realiza con producción local contratada para ser comercializada bajo las marcas de Rica.

Relevante integración vertical que le permite control de costos, calidad y disponibilidad

Parte considerable de los insumos usados por la compañía son obtenidos de sus filiales, lo que permite controlar la calidad de la materia prima, disminuye la dependencia de proveedores externos y sirve para controlar los cambios en los costos de los mismos.

El proceso productivo de Rica usa leche líquida fresca de proveedores ganaderos atomizados. La compañía relacionada Lechería San Antonio es el principal proveedor lácteo, que suministra cerca del 10% de la recolección diaria.

La leche se recoge diariamente desde los distintos centros de recolección en camiones estanque, especialmente equipados para ello y el pago por el suministro se realiza en función de la calidad, medida según el contenido bacteriano de las muestras de cada partida.

Rica utiliza mayoritariamente leche líquida como insumo para sus procesos. La leche en polvo se utiliza para comercialización directa en ese formato y no se usa habitualmente como materia prima para restitución.

La leche en polvo como insumo permite el almacenaje y duración en bodega por hasta 2 años y, al tratarse de un *commodity*, proporciona materia prima homogénea, con cierta calidad estándar. Sin embargo, se debe considerar que existen limitaciones de cantidad dada por la existencia de cuotas, alta volatilidad del precio y de los excedentes disponibles en el mercado mundial.

La mayor parte de los insumos usados para la elaboración de jugos se obtienen de las naranjas Maracuyá, Guayaba y otras frutas recolectadas en las plantaciones de la empresa relacionada Consorcio Cítricos Dominicanos. Adicionalmente, para los otros sabores de jugos, la compañía importa pulpa desde distintos orígenes o compra a plantaciones locales.

Respecto de la cadena de distribución, la compañía tiene 6 centros de distribución, rutas y camiones que le permiten dar cobertura periódica en todo el territorio dominicano.

Adicionalmente, la red de distribución refrigerada y la periodicidad de sus visitas en todo el territorio nacional, le permiten rentabilizar su operación mediante alianzas con otras compañías para la distribución de tarjetas telefónicas, agua y otros productos que generan ingresos adicionales para la empresa.

Por último, la generación de energía y calor necesaria para la elaboración de sus productos es autoabastecida en gran parte, mediante sistemas que aprovechan la biomasa generada por la misma cadena productiva. Sin embargo, también cuentan con un contrato PPA con Empresa Generadora de Electricidad Haina, S.A., calificada "A" por Feller Rate.

Pertenciente a una industria con exposición a la volatilidad del precio de los insumos

Los precios de una gran parte de los insumos utilizados por la industria alimenticia son altamente volátiles debido a que su valorización depende de la oferta y demanda mundial del producto, al poseer características de *commodities*, lo cual impacta en la estructura de costos de la industria alimenticia.

En el caso de Rica, tanto la leche en polvo, como el jugo concentrado de naranja son *commodities* cuyo precio se transa en mercados internacionales, por lo que poseen una volatilidad inherente. Para mitigar estos riesgos, Rica posee contratos de abastecimiento que permiten acotar la exposición.

Adicionalmente, la evolución del tipo de cambio afecta los retornos de la industria, dado su impacto en la competitividad de las exportaciones e importaciones. En el caso de Rica, la exposición a moneda que posee por tener parte de su deuda financiera en dólares de Estados

Solvencia
Perspectivas

AA
Estables

Unidos de Norteamérica, la mitiga mediante depósitos a plazo en la misma moneda, los cuales poseen una alta liquidez en los mercados financieros.

Por último parte, la producción de leche cruda está expuesta, entre otros factores, a heladas o sequías. Esto influye en la alimentación de los animales (productividad de la pradera) y en la oferta de leche. Además, riesgos fitosanitarios pueden afectar tanto la producción como la calidad del producto disponible.

Solvencia **AA**
Perspectivas **Estables**

POSICION FINANCIERA *Satisfactoria*

Resultados y márgenes:

Ingresos crecientes asociados a mayores volúmenes

En los últimos periodos, las ventas de la compañía han crecido fuertemente, lo cual se asocia al crecimiento en los volúmenes producidos y por el incremento de su participación de mercado. El promedio de crecimiento de los ingresos operacionales entre 2012 y 2017 es de un 10% anual, alcanzando a diciembre de 2017 los RD\$ 12.525 millones, un 6,7% más que el año anterior.

A nivel de familia de productos, el crecimiento en los últimos años ha estado liderado por Jugos, Bebidas y Concentrados con un promedio de 14,7% de crecimiento en ventas, seguido por Leches con un crecimiento promedio anual de 8,4% para el mismo período.

Pese al fuerte incremento de las ventas, los márgenes de la compañía reflejan la volatilidad de los precios de las materias primas en los mercados internacionales y el impacto que implica que, por sus características de productos alimenticios básicos, no es posible realizar un traspaso total a precio de venta.

Sin embargo, más allá de la volatilidad ya mencionada, el crecimiento del ebitda de la compañía en los últimos 5 años supera al de las ventas, con un promedio anual de 14,8%, presentando al cierre de 2017 un ebitda de RD\$ 1.514 millones, un 4,5% menos que lo presentado al cierre de 2016.

Endeudamiento y flexibilidad financiera:

Creciente nivel de endeudamiento financiero, asociado a inversiones y crecimiento de su nivel productivo

El crecimiento de los ingresos y capacidad de generación de flujos operacionales de la compañía se ha sustentado en la ejecución de un importante plan de inversiones orientado al crecimiento de los volúmenes de venta mediante el crecimiento de la capacidad productiva y mayores eficiencias para la compañía en los últimos años, inversiones que han implicado un crecimiento en la deuda.

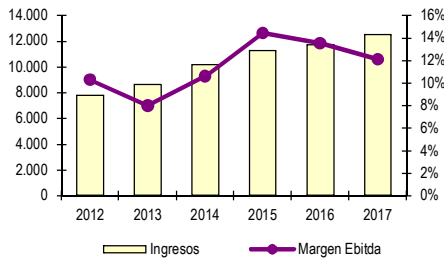
Al 31 de diciembre de 2017, la deuda financiera de Rica alcanzó los RD\$ 3.147 millones, pasando de un endeudamiento financiero de 0,35 veces en 2012 a 0,63 veces en 2017. Esta deuda estaba compuesta por RD\$ 1.701 millones de deuda bancaria de corto plazo, principalmente líneas de capital de trabajo, RD\$ 792 millones de deuda bancaria de largo plazo (RD\$ 452 millones como porción corriente) utilizada para inversiones productivas y RD\$ 653 millones de arriendo financiero, correspondiente a un terreno y edificaciones.

Sin embargo, la alta y creciente capacidad de generación operacional de Rica le ha permitido mantener indicadores de cobertura adecuados para su categoría de riesgo, donde se destaca un ratio de deuda financiera neta sobre ebitda de 1,5 veces y un Ebitda sobre gastos financieros de 7,2 veces, al cierre de 2017.

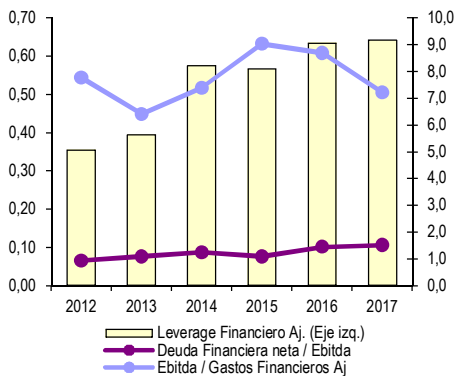
Adicionalmente, la compañía mantiene una satisfactoria liquidez al cierre de 2017, asociada a caja y equivalentes por RD\$ 711,2 millones, más inversiones de alta liquidez por RD\$ 147,6 millones, RD\$ 1.803 millones de flujos operacionales y la presencia de líneas de crédito, frente a RD\$ 2.153 millones de deuda de corto plazo, donde RD\$ 1.701 responden a líneas de capital de trabajo.

Ingresos y Márgenes

Cifras en millones de RD\$

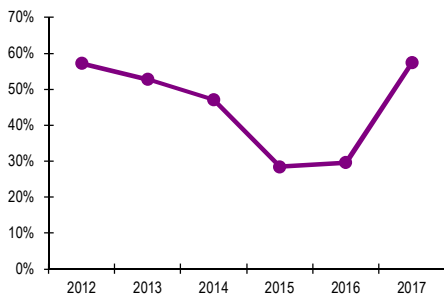


Indicadores de Solvencia



Indicador de cobertura

FCNOA / Deuda Financiera (%)



Septiembre 2018

Solvencia
Perspectivas

AA
Estables

Resumen Financiero

(Millones de Pesos de República Dominicana)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos por Venta	7.831.097	8.632.969	10.216.893	11.282.948	11.738.944	12.525.503
Ebitda ⁽¹⁾	804.865	687.675	1.081.680	1.626.616	1.585.643	1.514.395
Resultado Operacional	495.167	359.699	755.715	1.310.933	1.191.786	1.016.542
Gastos Financieros	-103.809	-107.467	-146.777	-180.518	-182.901	-210.573
Utilidad del Ejercicio	323.070	81.926	435.465	895.563	683.491	484.771
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	637.626	640.356	910.458	660.574	859.018	1.803.890
Inversiones netas	-428.342	-452.258	-639.310	-606.060	-1.028.105	-1.403.350
Variación deuda financiera	-158.627	-15.453	-127.672	205.772	393.780	28.322
Dividendos pagados	-189.597	-76.548	-156.673	-174.522	-155.244	-198.314
Caja y equivalentes ⁽²⁾	364.061	467.058	593.349	550.413	623.313	858.810
Activos Totales	5.651.823	5.819.425	7.470.396	8.360.070	9.693.545	11.179.644
Pasivos Totales	2.506.689	2.736.501	4.096.141	4.247.491	5.094.023	6.265.687
Deuda Financiera	1.116.164	1.214.841	1.936.925	2.325.518	2.913.884	3.147.412
Patrimonio + Interés Minoritario	3.145.133	3.082.924	3.374.254	4.112.579	4.599.522	4.913.957
Margen Operacional (%)	6,3%	4,2%	7,4%	11,6%	10,2%	8,1%
Margen Ebitda (%)	10,3%	8,0%	10,6%	14,4%	13,5%	12,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	10,3%	2,7%	12,9%	21,8%	14,9%	9,9%
Leverage (vc)	0,8	0,9	1,2	1,0	1,1	1,3
Endeudamiento Financiero(vc)	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Endeudamiento Financiero Neto (vc)	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,4	1,8	1,8	1,4	1,8	2,1
Deuda Financ. Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,9	1,1	1,2	1,1	1,4	1,5
FCNO / Deuda Financiera (%)	57,1%	52,7%	47,0%	28,4%	29,5%	57,3%
Liquidez Corriente (vc)	1,0	1,0	1,2	1,2	1,1	1,1

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(2) Incluye otros activos financieros de largo plazo considerados de alta liquidez.

Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores o a la Superintendencia de Bancos y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate 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 empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.