



Granja Moro: capital para el crecimiento. Caso de estudio¹

Castillo, Ana
Universidad ORT Uruguay

Gil, Ruy
Universidad ORT Uruguay

Setiembre de 1998

Abstract

Se presenta un caso de estudio elaborado en oportunidad de la emisión de una nueva serie de obligaciones negociables por parte de una empresa nacional en el mercado de las carnes de aves. Se plantea el análisis de la estrategia de la empresa con relación al mercado interno y externo.

Palabras clave: obligaciones negociables, inversiones, casos, Uruguay

Documento de Trabajo, Nro. 1, setiembre de 1998. Universidad ORT Uruguay.
Facultad de Administración y Ciencias Sociales. ISSN 1510-7477

¹ Este caso fue preparado por Ana Castillo y Ruy Gil bajo la supervisión del Dr. Daniel Conforte

Mariana Coelho tomaba su taza de café, como lo hacía todas las mañanas al arribar a la oficina, mientras miraba por la ventana la bahía de Montevideo. Recién empezaba la semana, era lunes, y debía estudiar algunas alternativas de inversión para la firma en la cual trabajaba. Sin embargo, aún con el ritmo aletargado del fin de semana decidió brindarle un tiempo a la lectura del periódico, como ella decía, “en este negocio la información es tan rápida y cambiante que al menos hay que enterarse de lo que se supone va a suceder y ya sucedió”. Para no perder tiempo fue a la sección de empresas y negocios, un titular concentró su atención “Granja Moro lanza Obligaciones Negociables”, rápidamente pensó que podría ser una oportunidad de inversión que debía estudiar, leyó el artículo, tomó el teléfono y llamó al corredor de bolsa de la firma.

La decisión de invertir debía ser rápida, estaba a 20 de mayo y el período de suscripción comprendía desde el 23 de mayo al 26 de mayo. Leyó cuidadosamente el prospecto que Granja Moro había elaborado para su presentación ante la bolsa, y que el corredor le había acercado. Anotaba dudas en un pequeño block, aunque ya estaba acostumbrada a estudiar áreas que no fueran de su dominio, la agroindustria le resultaba novedosa y desafiante. Las particularidades de la producción, el control de la oferta, el ambiente, la predescibilidad y otros puntos eran algunos de los temas que ocupaban su atención, y a los cuales debía dar respuesta.

Granja Moro había iniciado su actividad agroindustrial hacía tres décadas en el mercado uruguayo. Operaba en cría y comercialización de pollos, huevos de consumo, patos, pavos y cerdos, constituyendo su principal actividad los pollos. En 1996 las ventas de Granja Moro ascendieron a 25.000 toneladas, lo que representó una facturación de casi 50 millones de dólares y un crecimiento del orden del 25%. El market share de la empresa en el mercado interno era del 70%. Su volumen de producción la ubicaba en sexto lugar respecto a las empresas avícolas de Argentina y en decimoquinto lugar respecto a las brasileñas. Empleaba en forma directa a 700 personas, y aproximadamente de 2.500 a 3.000 trabajan en forma indirecta para la firma. La infraestructura del parque agroindustrial incluía una unidad para la cría de reproductores, instalaciones para la cría de pollos parrilleros y gallinas ponedoras, plantas de incubación, fábrica para la elaboración de raciones, planta de faenado, e instalaciones de further processed y refrigeración. Además de las granjas propias, más de cien granjeros independientes se integraban al proceso productivo en los departamentos de Montevideo, Canelones, San José y Maldonado (Anexo 1).

Los fondos que Granja Moro obtuviera con la emisión de las Obligaciones Negociables tendrían tres destinos: solventar con fondos de largo plazo las necesidades de capital de trabajo permanente, reestructurar el perfil y el costo de su endeudamiento, y completar el financiamiento de las inversiones fijas del Proyecto original (Anexo 2).

La estrategia de Granja Moro apuntaba a:

- desarrollar una corriente exportadora de productos avícolas,
- consolidar su participación en el mercado interno en el entorno del 70%, mantener el 20-25% del mercado interno de los huevos,
- incrementar la oferta de productos de calidad con mayor valor agregado, y
- aumentar el nivel de la eficiencia productiva.

Mariana terminó de leer el prospecto de Granja Moro, se sentó en el gran sillón de cuero que estaba frente a su escritorio, tomó el block de apuntes y repasó cada una de las dudas que debía aclarar, ¿cómo evolucionaba el consumo de la carne de ave en el mundo, en la región y en Uruguay?, ¿cómo se relacionaban las distintas carnes?, ¿cuáles eran los factores clave de competencia en el mercado?, ¿cuál es la competitividad de Moro en Uruguay, en la región y en el mundo?, ¿por qué exportar, y cuál es la factibilidad de desarrollar un canal exportador a mercados como Estados Unidos, Japón y la CEE?, ¿cómo se enfrentaría la competencia de las grandes industrias brasileñas y argentinas?, ¿cuál era el resguardo del mercado interno?. Clara, su secretaria, entró rápidamente a la oficina, ella conocía bien ese tono de voz ansioso que advertía mucho trabajo. Tomó nota, apuntó algunos teléfonos a los cuales llamar y salió tan velozmente como entró a reunir la información solicitada.

LAS TENDENCIAS DEL MERCADO DE LAS CARNES

En el Mundo.

El consumo de carne de ave en el mundo era creciente, con aumentos del 4-5% anual, alcanzando en 1996 un 6%. Los elementos que determinaron el aumento del consumo de carne de ave fueron:

- el incremento del ingreso per cápita en la población,
- el crecimiento de la población,
- la búsqueda de fuentes de proteína “más sanas”, fundamentalmente en los países desarrollados,
- la creciente presencia de platos preparados y cortes de ave, y
- un mejor precio relativo de la carne de ave en relación a las demás carnes.

Las tendencias del consumo indicaban un aumento de la demanda de cortes especiales y productos semi-procesados, disminuyendo la demanda por aves enteras (Anexo 3).

El segmento de las aves enteras se dividía en tres sub-segmentos: pollos frescos, enfriados y congelados. Los consumidores otorgaban un mayor valor a los pollos frescos y enfriados en relación a los congelados. El período de conservación de los pollos era el factor de diferenciación, que determinaba el acceso a los distintos mercados. Los pollos congelados se destinaban a mercados lejanos, los enfriados a mercados ubicados a no más de 800 km del centro de producción y los pollos frescos a los mercados locales. El pollo congelado era el producto que demandaban los mercados industrializadores e institucionales.

El consumo total de carne per cápita había tendido a nivelarse en los países desarrollados, con un fuerte efecto de sustitución entre ellas. Si bien el consumo total de proteína animal se mantenía estable y comparable entre países, había marcadas diferencias en el consumo de los distintos tipos de carnes (Anexo 4). En 1996 la extensión en Inglaterra de la enfermedad de la “vaca loca” provocó un fuerte reacomodo en el consumo relativo de las distintas carnes, bajando fuertemente el consumo de carne de vaca y aumentando el de cerdo y aves. Este factor fue decisivo en el inesperado aumento del consumo de aves en 1996.

En la última década el crecimiento de la producción de carne de ave había sido del 56%, llegando en 1996 a los 50 millones de toneladas, lo cual representaba el 23% de la oferta mundial de carne, ubicándose luego de la carne de vaca y de cerdo. El 70% de la producción de aves correspondía a pollos parrilleros. El 60% de la producción se concentraba en USA, CEE, Brasil, Japón y Rusia.

La producción se destinaba mayoritariamente a los mercados locales, existiendo una estrecha relación entre la demanda interna y la producción en cada país. Sólo un 11% de la producción mundial (5.2 millones de toneladas en 1996) participaba del comercio internacional, del cual los pollos parrilleros representaban un 88%. Esto provocaba una alta inestabilidad en el comercio internacional, dado el riesgo que suponían las variaciones de precios que se ocasionaban por las fluctuaciones de los volúmenes “volcados” al mercado mundial. Los mayores exportadores eran: USA, CEE, Brasil, Hong Kong, China y Tailandia. Los principales mercados importadores eran: China/ Hong Kong, Rusia, Japón y Arabia Saudita (Anexo 5).

En la Región.

Los países de la Región también registraron un aumento del consumo per cápita de la carne de ave (Anexos 6 y 7). Los principales factores que determinaron este crecimiento fueron:

- presentación de cortes junto a esfuerzos de marketing y promociones,
- mayor poder de compra de la población, y
- mejora en los precios relativos de la carne de ave con respecto a la vacuna.

El consumo relativo de las distintas carnes era variable entre los países de la región (Anexo 8). Uruguay poseía el menor consumo de carne de ave y el mayor de carne vacuna, a consecuencia de la baja relación entre los precios de carne vacuna y de ave (Anexo 9).

Argentina era tradicionalmente un productor de altos costos para el mercado interno. En 1992 la apertura a las importaciones determinó la entrada de productos congelados desde Brasil y Chile. Esto motivó una profunda reestructuración del sector primario, se produjo una concentración en la actividad industrial y una modernización que llevó a la mejora de la eficiencia productiva. Tanto Chile como Brasil disminuyeron gradualmente su presencia en el mercado argentino debido a que sus propios mercados internos estaban en un proceso acelerado de crecimiento, y a la creciente eficiencia de la industria argentina. En 1996 Argentina produjo 660.000 toneladas de carne de ave, las importaciones descendieron de 52.000 toneladas en 1994 a 25.000 toneladas, y las exportaciones a Hong Kong crecieron de 8.000 toneladas en 1995 a 13.000 toneladas. Paralelamente, el consumo interno había crecido en la última década a una tasa anual promedio del 4%. Uruguay era un exportador tradicional de pollos para Argentina, aprovechando la cercanía ingresaba con pollos enfriados.

La avicultura brasileña era una de las más competitivas del mundo. Su producción en 1996 alcanzó los 4.1 millones de toneladas, con exportaciones de 530 toneladas que representaban el 10% del comercio internacional y el 12% de la producción nacional de pollos parrilleros. Los principales destinos de las exportaciones brasileñas eran Argentina y Medio Oriente, con una presencia creciente en la CEE, Japón, Rusia e Irán. Las mayores empresas exportadoras

eran Sadía (34.5%), Perdigao (28%) y Chapecó (14.4%). Los productos comercializados originalmente eran pollos enteros, pero a partir de la década del 90 la oferta de cortes fue creciendo. En 1996 por primera vez los cortes superaron el 50% del total de las exportaciones.

El consumo interno brasileño había crecido un 6% anual entre 1990 y 1994, alcanzando un 17% en 1995. Este crecimiento de la demanda interna tuvo sus bases en el incremento de la renta como consecuencia de la aplicación del Plan Real y la estrategia de diversificación del mix de productos de las principales empresas. El 35-40% del comercio formal de pollos se canalizaba por los supermercados, correspondiendo el 20% de la facturación total a los cortes. Las grandes empresas brasileñas enfrentaban el desafío del crecimiento del consumo interno, la competencia de los pequeños productores que abastecían a escala local, con bajo control sanitario y evadiendo el pago de impuestos. Todo ello provocó que Brasil pasara de un tercer lugar en el comercio internacional en 1995 a un cuarto lugar en 1996, desplazado por China.

En Chile la producción de carne de ave fue de 300.000 toneladas en 1996. El consumo per cápita creció fuertemente en el período 1989-1994, pasando de 8.3 kgs/háb/año a 20.6 kgs/háb/año, también como respuesta al desarrollo de nuevos productos y fuertes promociones. Reconocido como país libre de Newcastle, Chile había exportado a Japón y la CEE, pero las exportaciones fueron interrumpidas a causa del aumento de la demanda local.

En Uruguay.

El consumo de carne de ave en Uruguay había pasado de 7.4 kgs/hab/año en 1990 a 11.6 kgs/hab/año en 1996, representando una tasa de expansión anual del 8%, previéndose para el año 2002 un consumo de 15 kgs/hab/año. La producción también había experimentado un importante crecimiento, 53% en el período 1990-1996, evolucionando en 25.660 toneladas a 39.206 toneladas. Las exportaciones mostraban fluctuaciones que respondían a un mercado al cual se destinaban sólo los saldos del mercado interno (Anexo 10).

Uruguay contaba con un status sanitario superior a los países vecinos. La condición de país libre de Newcastle determinaba el aislamiento del mercado interno. Sin embargo, la producción avícola no estaba exenta de competencia, ya que la carne vacuna era el principal producto sustituto, de alto consumo per cápita con relación a otros países (Anexos 4 y 8) y cuyo sistema productivo en el orden internacional, basado en pasturas naturales, se ubicaba entre los de menores costos.

El crecimiento del consumo en el mercado interno se sustentaba en tres factores:

- creciente mix de productos de alto valor agregado
- mayores esfuerzos de marketing, y
- mejora relativa entre los precios de la carne de ave y vacuna (Gráfico 1)

La producción avícola había incorporado nueva tecnología en los últimos años, lo cual resultaba en menores costos de producción que tornaban más competitivos los precios con respecto a la carne vacuna. Además, la industria frigorífica trataba la carne vacuna como un producto commodity, no lanzando promociones ni explorando nuevos productos, salvo excepciones como en el caso de las hamburguesas preparadas, lo cual captó un importante

segmento del mercado, aprovechando el desarrollo del mercado de las hamburguesas que había realizado McDonald's.

El mercado uruguayo no era geográficamente homogéneo, concentrándose el consumo de carne de ave en la capital y principales ciudades del interior. Tanto en el medio rural como en las pequeñas ciudades del interior las carnes de mayor consumo eran la vacuna y la ovina. El abastecimiento de carne de ave se realizaba a través de productores locales.

El sistema de distribución mayoritario era el institucional, con un 70% del mercado, en segundo término se encontraba la distribución minorista a través de las ventas en pollerías con el 20% y finalmente las cadenas de supermercados con un 10%. Esta última con una tendencia creciente de desarrollo, apoyada en las nuevas líneas de productos y platos semipreparados.

El crecimiento de las exportaciones de los últimos tres años, con 2.641 toneladas en 1996, tenía como principales destinos Argentina (60%) a través de los productos congelados y enfriados, y Zaire (20%) con productos congelados (Anexo 11).

La base productiva, al igual que en los países de la región y el mundo, se había ido concentrando en pocas empresas. La integración de las distintas fases también era una característica de las empresas uruguayas. Se controlaba parte de la producción primaria a través de establecimientos propios y otros bajo contrato con terceros, teniendo dominio exclusivo del proceso industrial.

GRANJA MORO

Su historia

Luis Moro Revello inició Granja Moro como empresa unipersonal en la década de los 60', comercializando huevos. Treinta años después, previo a su fallecimiento, el fundador pudo observar como la empresa había crecido estrechamente con la avicultura uruguaya. Granja Moro ya no era una empresa unipersonal, se había transformado en una sociedad anónima, y a la venta de huevos se sumaba la de carne de pollo y pavo. Se había constituido en líder de su sector y estaba entre las empresas más exitosas del país.

Granja Moro surgió como sociedad anónima en octubre de 1991. La composición accionaria original se dividía en 20% para la Corporación Financiera del Banco Mundial (IFC), 20% la Corporación de Inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo (IIC), 56% Luis Moro Revello y Enrique Moro Revello, y 4% el Cr. Gustavo San Martín. Luego del fallecimiento de Luis Moro Revello la composición accionaria fue modificada, ambas Corporaciones mantuvieron su participación, el Management accedió al 25% y la Familia Moro controlaba el 35% de las acciones.

La gerencia de la empresa había sido profesionalizada, estando encabezada por el Cr. Gustavo San Martín. La administración de la sociedad se componía por seis miembros, dos de los cuales representaban a cada una de las Corporaciones accionistas en calidad de vocales, tres miembros integrantes de la familia Moro y el Cr. Gustavo San Martín.

Granja Moro elaboraba un plan estratégico de 5 años, programando las operaciones anualmente. Las corporaciones financieras supervisaban y controlaban la gestión de la empresa, de acuerdo a los términos establecidos en los contratos de préstamos.

El proceso productivo

Granja Moro era una empresa que integraba las distintas etapas de la producción avícola, combinando partes de su propiedad con otras de propiedad de terceros.

El funcionamiento de la fase productiva primaria comenzaba con la importación de los huevos fértiles de reproductores, tanto para la línea de parrilleros como de ponedoras. Dichos huevos eran incubados en tres plantas, una en el departamento de Montevideo y otras dos en el departamento de San José. Una vez obtenidas las aves reproductoras, eran trasladadas a diversas granjas en el departamento de San José, sanitariamente aisladas y diseminadas en un predio de 1.300 hectáreas propiedad de la compañía. En estas granjas se producían los huevos fértiles, que se destinaban a abastecer las necesidades de la empresa y a algunas ventas a terceros, los cuales posteriormente eran llevados a las incubadorías para la producción de pollitos BB.

La producción de parrilleros era realizada en establecimientos de la empresa y por terceros. A través de una integración con más de 100 productores localizados en un radio de 70 kilómetros de Montevideo, se producía el 70% de los pollos parrilleros de la empresa. El contrato acordaba que Granja Moro abastecía a los productores con pollitos BB de un día, raciones y asistencia técnica, aportando éstos los galpones, mano de obra y manejo según las normas de producción proporcionadas. La remuneración se relacionaba directamente con la producción y productividad alcanzada.

La producción de huevos para consumo se realizaba en granjas propias de la empresa. El packing estaba ubicado en Montevideo, y contaba con una cámara de conservación.

Granja Moro además poseía una planta moderna de elaboración de raciones, en la cual concentraba la totalidad de la producción del alimento. La mayoría de las materias primas eran de origen local, salvo parte de los componentes constitutivos del núcleo y algunos granos.

La faena de los pollos parrilleros se realizaba en una planta propia localizada en los alrededores de Montevideo. Incluía los procesos de refrigeración y envasado para la venta de pollos enteros, así como el trozado, la preparación de cortes, el procesamiento de subproductos y el almacenamiento refrigerado de productos de carne de ave. Algunos productos como los chacinados eran producidos en establecimientos de terceros bajo el régimen de fazón (Anexo 12).

Los productos y la comercialización.

Granja Moro había consolidado su posición en el mercado interno con un 65% del mercado en 1996. Otras tres empresas; Vadil S.A., Casaquinta y Calprica controlaban un 26% del mercado, quedando el 9% restante atendido por pequeñas firmas (Anexos 13 y 14).

La carne de ave representaba el 90% de la facturación total de la empresa, correspondiendo el restante 10% a la venta de huevos. En los últimos años Granja Moro había incorporado nuevas líneas de productos con mayor valor agregado en relación a los pollos enteros (Anexo 15). Cortes de aves, desosados, embutidos, empanados y platos preparados eran algunos de ellos, acompañados de importantes esfuerzos de marketing, publicidad y promociones masivas, que apuntaban a desarrollar la identificación de marca por el consumidor. Como decía Gustavo San Martín, gerente de la empresa; *“nuestro negocio no es la producción de aves, sino la producción y comercialización de la carne de aves; el consumidor moderno busca diversificación y conveniencia, los nuevos productos amplían el mercado”*.

Granja Moro canalizaba las ventas de pollos a través de carnicerías, supermercados, y otros minoristas (restaurantes) y distribuidores, todos ellos aproximadamente en la misma proporción (33%).

La estrategia de distribución atendía fundamentalmente a los canales de las principales cadenas de supermercados (Tienda Inglesa, Devoto y Disco), abarcando un 80% de éstos. En segundo lugar de importancia se ubicaba el mercado institucional (restaurantes, hospitales y colegios). A diferencia de la competencia, Granja Moro no poseía locales propios de venta directa al público (“pollerías”), ya que sostenía que esta forma de venta limitaba su potencial de crecimiento en el mercado. Dado el valor estratégico de los sistemas más modernos de distribución, éstos y los principales clientes institucionales, eran atendidos directamente por la empresa. La distribución hacia los restantes canales se había tercerizado.

Las exportaciones representaban ingresos variables en los ejercicios, ya que fueron desarrolladas como colocación de los saldos del mercado interno. En 1996 significaron un 6% de la facturación total (Anexo 16).

Granja Moro había realizado acuerdos con empresas como Sadia y Pilsbury para la distribución de productos de alta calidad, de forma de prestigiar su imagen ante los clientes (supermercados y restaurantes) y aprovechar sus canales de distribución. El negocio con Sadia, de distribución de productos chacinados de alto valor, había tenido poco éxito a nivel de consumidor. El acuerdo para distribuir los helados Haagen Dazs con la Pilsbury se había iniciado a principios de 1997.

LOS FACTORES DE COMPETITIVIDAD

El principal factor de competitividad con que había contado Uruguay era su nivel sanitario. Uruguay era país libre de Newcastle, y además había demostrado controlar satisfactoriamente los focos de otras enfermedades en el pasado. Esto determinó que Uruguay estuviera aislado sanitariamente, y que su mercado interno no fuera concurrido por la competencia regional.

Uruguay estaba abocado a ser reconocido formalmente como país libre de Newcastle, de manera de poder ingresar a mercados exigentes como el norteamericano. Para ello era necesario demostrar que durante un período determinado no habían surgido brotes de Newcastle y además ofrecer un sistema de control que asegurara dicho estado en el futuro. Este último aspecto no representaba una restricción, ya que el sistema que había sido montado para el control de la Fiebre Aftosa en el ganado vacuno era trasladable.

Los países vecinos contaban con disímiles condiciones. Argentina se había declarado libre de Newcastle y estaba tramitando el reconocimiento internacional, era probable que en el corto plazo estuviera en similares condiciones que Uruguay. Por el contrario, Brasil tenía frecuentes brotes de Newcastle y otras enfermedades, y aunque contara con zonas libres, resultaba poco probable su reconocimiento por la dificultad de establecer fronteras internas de control.

Las líneas genéticas en el mercado avícola eran originarias de compañías americanas y británicas, las cuales se adaptaban a los gustos de distintos consumidores. La norteamericana Arbor Acres producía líneas genéticas acordes a los paladares estadounidenses, mientras que por ejemplo la británica Ross Breeders, ofrecía una línea que se adaptaba perfectamente a los mercados internacionales. El ciclo de vida de los pollos y aves determinaba que la introducción de una nueva línea genética al proceso productivo se hiciese rápidamente, pues los tiempos de producción eran cortos y constantemente se debía estar renovando los planteles de reproductores. En Brasil Sadia contaba con un programa genético, siendo además distribuidor exclusivo de Arbor Acres, también era el caso de Granja Planalto con Evian Farms y de Perdigao con American Cobb. Granja Moro se abastecía de las aves de la línea Ross Breeders desde Brasil.

Los pollitos BB representaban el 8% de los costos de producción de Granja Moro. El manejo de los costos del pollito BB pasaba por lograr altas eficiencias en el sistema de producción, de forma de diluir los costos iniciales. Indicadores como la tasa de conversión y la mortandad estimaban la competitividad entre las empresas en cuanto a la eficiencia del sistema de producción. Granja Moro poseía una mortandad comparable a la media de Brasil y superior a Japón, así mismo la tasa de conversión era comparable a Brasil y USA, e inferior a China y Japón (Anexo 17).

El componente raciones era el que tenía mayor peso en los costos de producción. Los canales de abastecimiento de materia prima para la elaboración de raciones eran un punto clave en la competitividad. En ese sentido Uruguay conformaba el precio de los granos mediante la paridad de importación, es decir, el costo de los granos en la zona productora de Argentina más el flete y costos de aduana. En la región, Argentina contaba con las mejores condiciones comparativas para lograr costos de alimentación bajos. Brasil implementaba un plan de subsidios de las materias primas, como era en el caso de los granos, para el sector. USA no sólo favorecía las exportaciones con subsidios, sino además también subsidiaba la producción de granos, de forma de tornarse más competitivo en el mercado mundial. Para Granja Moro el costo de las raciones significaba un 55% de los costos totales hasta faena. Contaba con una moderna planta de elaboración de raciones, que le permitía controlar el proceso industrial de manera de disminuir los costos de producción.

La mano de obra era otro de los determinantes de la competitividad, en ella influían dos aspectos; la cantidad de mano de obra utilizada y el nivel de los salarios. Uruguay poseía un salario que era el doble que Brasil, US\$ 360 contra US\$ 180. Este factor tenía su mayor incidencia en el proceso industrial de producción, tanto en faenado como en la preparación de cortes. Granja Moro estaba decidida a reducir la mano de obra involucrada en el proceso, a través de la modernización de la planta industrial por medio de equipos automáticos de faena. Los nuevos niveles de productividad se ubicarían en las 11.000 aves faenadas por hora, comparables a las empresas brasileñas de punta, cuyas productividades no superaban las 8.000-11.000 aves faenadas/hora. La reducción de la cantidad de mano de obra empleada en la faena estaba calculada en un tercio, una vez completadas las nuevas instalaciones en Granja Moro, representando una reducción cercana al 8% en los costos totales de producción. Sin embargo, Brasil seguía contando con una importante ventaja que se basaba en los bajos salarios, el ajuste de la escala de producción a la demanda mediante la administración de las contrataciones, mientras que Granja Moro sólo podía incrementar la escala de producción según las capacidades operativas de las inversiones realizadas.

Las estrategias comerciales y de marketing también eran factores que determinaban la competitividad de las empresas en el sector avícola. Las nuevas tendencias mundiales se inclinaban hacia los cortes de aves y platos semi-preparados (Anexo 3), con mayor valor agregado y fuertes gastos en marketing para la recordación de marca por parte de los consumidores. Empresas como Perdigao y Sadia desde comienzos de la década habían ido cambiando tanto la composición de los productos comercializados al exterior como dentro de Brasil, yendo hacia el creciente segmento de los cortes de aves, fomentado por el supermercadismo (Anexo 18). Perdigao había realizado inversiones en marketing por US\$ 15 millones en 1996.

En Uruguay, las fuerzas competitivas que determinaron el desarrollo de los cortes de ave y los esfuerzos de marketing fueron: los costos de los insumos y la competencia con la carne vacuna. El crecimiento del mercado dependía de la oferta de una gama superior de productos de mayor valor agregado en relación a la carne vacuna, junto al logro de mayores eficiencias que permitieran incrementar los márgenes de ganancia. Granja Moro había apuntado hacia el sector de los supermercados con una gama de productos diferenciados, como son los platos preparados los cortes de ave. Además, las nuevas inversiones en la planta industrial bajarían los costos de producción, logrando mayores márgenes.

Otros factores como el tamaño de ave y el color de la piel no resultaban importantes en la competitividad de las empresas, puesto que la adaptación de la producción hacia la obtención de productos con tamaños y pigmentaciones específicas no era difícil.

ESTRATEGIA DE GRANJA MORO

La estrategia de Granja Moro abarcaba los aspectos comerciales, productivos y económico-financieros.

Desde el punto de vista comercial, se proponía:

- conservar hasta el 70% del mercado interno de la carne de aves,

- el 25% del mercado interno de huevos,
- atender al consumidor con una gama de productos de alta calidad, y
- desarrollar una estrategia exportadora en la región y en resto del mundo.

El desarrollo de los mercados externos propuesto por Granja Moro, era una condición necesaria a las inversiones en la planta de faena, las cuales pasarían a tener una capacidad anual de 45000 toneladas (un turno diario), prácticamente el doble de la faena actual, en un mercado interno con limitada capacidad de absorber importantes incrementos en los volúmenes ofertados. A tales efectos, Granja Moro proyectaba colocar en el mercado interno 25000 toneladas anuales, y en el mercado externo llegar progresivamente a las 10000 toneladas.

La estrategia de desarrollo de mercados más exigentes, como Estados Unidos y la CEE, dependía previamente de la aceptación del país como libre de Newcastle. Se preveía que la habilitación por parte de la CEE demoraría 6 meses y para Estados Unidos 18 meses. Una vez obtenida la habilitación para cada mercado, había que identificar el segmento a atender y los canales de comercialización, de forma tal de ingresar a los mercados con un producto de alto valor, como resultaban los cortes de pechuga para el mercado norteamericano. Sin embargo, no se debía perder de vista que el ingreso estaba condicionado a la negociación de cuotas.

Granja Moro planificaba ingresar al mercado de Estados Unidos con cortes de pechuga, captando un precio superior que rentabilizase el resto de las partes de los pollos, las cuales se preveía podrían ser comercializadas en los mercados asiáticos. Las patas de pollo, eran muy valoradas en el Japón, aunque requerían para su preparación un algo costo de mano de obra.

Por su parte, los mercados regionales cuya principal ventaja era la cercanía, habían estado sujetos a economías hasta el momento estables, pero que en el pasado tuvieron un comportamiento errático, y a episodios como los vividos a comienzos del 97, donde el gobierno brasileño impuso nuevas condiciones a las importaciones. La cartera de clientes externos que conformaría Granja Moro, debía tener como objetivo reducir los riesgos del negocio, ya que la oferta programada por la empresa era de 10000 toneladas de carne (28% del total producido por la misma), en un mercado de 5.2 millones de toneladas.

Los consumidores regionales estaban en situaciones diferentes. Argentina, mercado al que Granja Moro accedió tradicionalmente con productos enfriados, sufrió un proceso de apertura que fortaleció la estructura productiva, destinando sus productos principalmente al mercado local. Además, estaba gestionando la condición de país libre de Newcastle. Brasil, en cambio, había desarrollado los mercados internacionales como forma de preservar el nivel de precios de su mercado interno. Sin embargo, desde la implementación del Plan Real y con los nuevos productos lanzados al mercado, la demanda local había superado las tasas de crecimiento de la industria avícola, en la cual los niveles de inversiones en infraestructura no alcanzaban para acompañar el crecimiento registrado en el mediano y corto plazo.

En el área productiva, Granja Moro establecía como estrategia:

- consolidar los nuevos niveles de eficiencia productiva,
- continuar la mejora de la calidad de los productos,
- incorporar nuevos productos, y

- lograr una flexibilidad que le permitiera incrementar la oferta de productos a las demandas de los mercados.

Los nuevos niveles de productividad se consolidarían con las inversiones que ya habían sido realizadas en la planta de raciones e incubación, y las que estaban finalizando en la planta de faena. Los incrementos de producción en el corto plazo eran alcanzados con las inversiones realizadas, las cuales requerían menor mano de obra y podían funcionar a una capacidad máxima de 3 turnos (faena potencial 135000 toneladas anuales).

La ejecución de las inversiones, el incremento del capital de trabajo y los gastos en promociones insumían altas cantidades de capital. Granja Moro decidió emitir Obligaciones Negociables en función de los buenos antecedentes que tenía con la anterior emisión, y además a causa de la imposibilidad de acceder a créditos bancarios con las mismas condiciones favorables de las Obligaciones Negociables, debido a los montos adeudados a los bancos que operaban en la plaza uruguaya (Anexo 19). Los aportes de los accionistas corporativos ya habían sido realizados cuando ingresaron en la sociedad.

EL STATUS SANITARIO: ¿FORTALEZA O ATRACTIVO?

La sanidad del Uruguay representaba una importante barrera de entrada al mercado uruguayo, bajo la cual se había consolidado el desarrollo del sector avícola. Sin embargo, la probable habilitación de Argentina como mercado libre de Newcastle y las presiones comerciales de los países integrantes del Mercosur para levantar las barreras de entrada a todos los productos dentro del marco de liberalización de la circulación de bienes, resultaban claras amenazas al resguardo del mercado interno. Para Uruguay era clave lograr ser habilitado como mercado libre de Newcastle, ya que un reconocimiento a nivel mundial respaldaría la preservación de las barreras sanitarias.

La habilitación de Uruguay como país libre de Newcastle podría resultar un factor atractivo para las empresas brasileñas interesadas en poder ingresar a mercados restringidos como los Estados Unidos. Los eventuales mecanismos de ingreso al mercado uruguayo por empresas brasileñas podía conformarse mediante la inversión directa, la compra de Granja Moro o algún tipo de acuerdo. La primer alternativa implicaba la organización del sistema de producción, coordinando las distintas fases en un mercado cuyas bases productivas estaban acotadas. En el segundo caso los activos de Granja Moro ascendían a 43 millones de dólares y el negocio potencial a los Estados Unidos, considerando una exportación de 35000 toneladas de pechugas a 4US\$/kg, significaba una facturación de 140 millones de dólares anuales. Por otro lado los acuerdos no eran una alternativa que hubiesen sido explorables en anteriores oportunidades con empresas pequeñas por las grandes empresas brasileñas.

No sólo la sanidad era una barrera de entrada a los productos de la región, sino también la estructura del mercado interno, que estaba ocupada por Granja Moro en un 70% y utilizaba mayoritariamente los canales de distribución potencialmente a ser atendidos por la competencia externa. Además, los productos a ingresar desde el exterior eran productos congelados, acotados a un segmento de bajos ingresos y con tasas de crecimiento menores, sumado al gasto de marketing a realizar en un mercado pequeño.

LA DECISIÓN DE INVERTIR

Mariana había pensado todo el día en la conveniencia de la inversión en las Obligaciones Negociables de Granja Moro, el cierre de las inscripciones vencía a las 17 horas, y aún debía decidir la cantidad de Obligaciones Negociables a demandar. Ella sabía que no sólo dependía del monto que demandaría su firma, sino también del monto total del conjunto de los demandantes, ya que una vez abiertas las inscripciones, si la suma superaba la oferta de las emisiones (US\$ 10 millones) se otorgaba a cada agente demandante el valor en Obligaciones Negociables según prorratio del monto total. Tomó el prospecto de Granja Moro, lo hojeó rápidamente sin detenerse en ninguna página hasta llegar al final, y leyó nuevamente las condiciones de las Obligaciones Negociables.

Los intereses eran atractivos y superiores a la mayoría de las alternativas existentes en plaza (Anexo 20). El plazo de cinco años y la gracia para el pago de amortizaciones de dos años. Por otro lado la garantía que ofrecía la operación estaba respaldada por la afectación del flujo de caja de Granja Moro proveniente de la venta a determinados supermercados de primera línea, aunque no describía cuales eran. El Banco Surinvest, importante agente de la plaza local, actuaba de agente fiduciario, prestando mensualmente la sexta parte de los intereses a pagar semestralmente y la doceava parte de las amortizaciones anuales a pagar a partir del tercer año (Anexo 21). Además, como antecedente, las Obligaciones Negociables que habían sido emitidas hacía dos años por valor de 3,5 millones de dólares, estaban siendo cumplidas en todos sus términos.

Sin embargo, la estrategia de Granja Moro aún dejaban dudas en Mariana; ¿la rentabilidad de la empresa permitiría afrontar las obligaciones financieras?, ¿cuán probable era el aumento de la rentabilidad futura siendo que parte de ésta se fundamentaba en el ingreso a nuevos mercados internacionales? Además, si Argentina fuera declarada libre de Newcastle, ¿cómo se vería afectada Granja Moro en relación a la participación en el mercado interno y a su valor?, ¿qué riesgo representaba para la empresa realizar inversiones en activos específicos, tal como la línea automatizada de faenado?

Mariana se levantó de la silla decidida a actuar, al mismo instante que Clara entraba a su oficina llevando un asunto urgente a estudiar, era un caso de inversión en una nueva emisión de Letras de Tesorería. Ella recordó que uno de los directivos de la firma le había solicitado que estudiara el asunto, puesto que las tasas de intereses de las letras estaban subiendo, y aunque no eran comparables a la tasa de interés de las Obligaciones Negociables de Granja Moro, brindaban una imagen de mayor seguridad y con respaldo de la plaza financiera uruguaya. Se tomó la cabeza, los fondos que le habían liberado a invertir estaban acotados a esa semana, y ella debía decidir entre dos inversiones excluyentes. La decisión de comprar Obligaciones Negociables de Granja Moro no sólo pasaba por el análisis de su propuesta y la situación financiera, sino también por las garantías que ofrecía el negocio en el plazo de las Obligaciones Negociables, por la seguridad prendaria del flujo de caja en los supermercados de plaza, por la competencia que significaban otras posibles inversiones y por las expectativas que tuvieran otros agentes de inversión en cuanto a las Obligaciones Negociables de Granja Moro.

CONCLUSIONES Y PREGUNTAS

Los flujos de capitales en las cadenas agroindustriales son necesarios en los momentos de expansión, así como en momentos de crisis. Prácticamente en todos los casos las fuentes de capitales no están relacionadas a la actividad agroindustrial, sino que se dedican a la asignación de inversiones que logren conformar una cartera de alta rentabilidad con los mínimos riesgos posibles. Es así como la actividad agroindustrial no sólo se restringe a los aspectos productivos e industriales, sino también al de los mercados de capitales, debiendo influenciar en las expectativas de quienes invertirán, ofreciendo un negocio valorable en sí mismo y cuyas condiciones financieras sean competitivas en relación a otras totalmente distintas a su actividad.

Para guiar la discusión se presentan las siguientes preguntas:

- ¿Fue acertada la decisión de Granja Moro de emitir Obligaciones Negociables?, ¿qué otros mecanismos de captación de recursos se podrían haber explorado?
- ¿Los supuestos estratégicos de Granja Moro son correctos?, ¿qué otras alternativas estratégicas podrían ser adoptadas?
- ¿Granja Moro debería desarrollar los mercados internacionales?, ¿cuál es su competitividad en estos mercados?
- ¿Cuál es la situación financiera de Granja Moro?, ¿su solvencia?, ¿el perfil de endeudamiento?
- Si Usted estuviese en lugar de Mariana Cohelo, ¿invertiría en Obligaciones Negociables de Granja Moro? Y Usted personalmente, ¿invertiría su dinero?

ANEXO 1 – Localización de Granja Moro S.A.



ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL (U\$S)

	1995	1996	1997 (*)
ACTIVO			
Activo Corriente			
Disponibilidades (caja y bancos)	403.350	333.172	238.856
Inversiones temporarias	2.808	2.442	2.355
Créditos por ventas	2.470.295	3.665.031	3.183.113
Otros créditos	4.112.808	4.921.530	4.979.887
Bienes de cambio	13.417.105	10.891.170	12.658.166
Total Activo Corriente	20.406.366	19.813.344	21.062.376
Activo No Corriente			
Créditos por ventas	233.955	157.882	157.900
Otros créditos		976.444	458.227
Bienes de uso	20.707.501	20.580.554	23.147.696
Cargos diferidos	513.653	364.074	291.827
Total Activo No Corriente	21.455.109	22.078.954	24.055.650
Total Activo	41.861.475	41.892.298	45.118.027
PASIVO			
Pasivo Corriente			
Deudas comerciales	12.258.374	13.023.956	14.620.876
Deudas financieras	4.408.690	6.902.870	9.002.017
Deudas diversas	2.955.782	2.503.027	2.280.780
Total pasivo corriente	19.622.846	22.429.853	25.903.672
Pasivo No Corriente			
Deudas comerciales	3.239.139	1.859.333	1.840.775
Deudas financieras	7.952.455	8.478.499	8.079.403
Deudas diversas	219.536	128.131	124.081
Total pasivo no corriente	11.411.131	10.465.964	10.044.259
Total pasivo	31.033.977	32.895.817	35.947.931
PATRIMONIO			
Capital social	6.830.365	5.392.573	4.882.918
Corrección monetaria del capital y reservas	2.553.452	2.172.567	2.810.140
Reservas	439.199	983.171	1.103.303
Resultados acumulados	1.004.483	448.171	373.734
Total patrimonio	10.827.499	8.996.482	9.170.095
Total pasivo y patrimonio	41.861.475	41.892.298	45.118.027

(*) Mitad del ejercicio.

ANEXO 2 – Estados Contables de Granja Moro S.A.

ESTADO DE RESULTADOS (U\$S)

	1995	1996	1997 (*)
Ventas			
Ventas Plaza	43.762.321	32.887.249	23.971.468
Exportaciones	1.975.572	2.243.347	1.974.315
Descuentos y bonificaciones	-322.450	-179.905	-85.420
Ingresos Operativos Netos	45.415.443	34.950.691	25.860.203
Costo de Ventas	-36.106.040	-26.056.743	-19.640.703
Utilidad bruta	9.309.402	8.893.949	6.219.500
Gastos de Administración y ventas	-5.022.285	-4.157.907	-2.503.375
Resultado Operativo	4.287.118	4.736.042	3.716.125
Resultados Diversos	482.685	200.223	95.176
Resultados Financieros			
Intereses ganados	32.724	13.936	10.995
Descuentos obtenidos	171.045	114.894	55.237
Pérdidas por corrección monetaria	-77.152	-2.571.483	-1.792.299
Intereses perdidos	-3.693.503	-2.394.267	-1.689.458
Resultados Extraordinarios	-248.786	362.858	-3.196
Ajuste de resultados de ejercicios anteriores	50.351	-14.032	-18.847
Total pasivo y patrimonio	1.004.483	448.171	373.734

(*) Mitad del ejercicio.

INDICADORES FINANCIEROS

	1995	1996	1997
Liquidez			
Razón Corriente	1,04	0,88	0,81
Prueba Ácida Menor	0,36	0,40	0,32
Prueba Ácida Mayor	0,02	0,01	0,01
Endeudamiento			
Deudas a Activo Total	0,74	0,79	0,80
Deudas c/plazo a Activo Total	0,47	0,54	0,57
Deudas a Patrimonio	2,87	3,66	3,92
Deudas c/plazo a Patrimonio	1,81	2,49	2,82
Activo Fijo a Patrimonio	1,98	2,45	2,62
Veces Intereses Devengados	-1,14	-0,95	-1,07*
Actividad			
Rotación de Stock		2,14	2,17
Duración de Stock (días)		170	168*
Rentabilidad			
Margen Bruto	0,20	0,25	0,24
Margen Operativo Neto	0,09	0,14	0,14
Rentabilidad sobre Activos	0,10	0,11	0,16*
Rentabilidad de Capital	0,09	0,05	0,08*
Ventas/Activo	1,08	0,83	1,15*
Ventas/Patrimonio	4,19	3,88	5,64*

(*) Calculado en base a estimaciones.

Fuente: Elaborado en base a datos de Granja Moro S.A.

ANEXO 3- Tipos de carne de ave comercializados en USA.

Año	Entero (%)	Partes (%)	Industrializado (%)
1965	78	18	4
1970	72	22	6
1975	65	28	7
1980	50	40	10
1985	29	53	18
1989	19	57	24

ANEXO 4 – Consumo de carnes en Uruguay, USA y CEE (kgs/hab/año).

Producto	Uruguay ⁽¹⁾	USA ⁽²⁾	CEE ⁽²⁾
Carne vacuna	65.1	45	20
Carne de ave	11.6	45	20
Carne porcina	7.0	29	41
Carne ovina	11.9	1	4
TOTAL	95.6	120	85

Fuente: Elaboración de Granja Moro S.A. en base a datos de FAO, USDA e INAC.

⁽¹⁾: 1995

⁽²⁾: 1996

ANEXO 5 – Mayores exportadores e importadores mundiales de carne de ave.

EXPORTADORES		IMPORTADORES	
Países	% exportaciones	Países	% importaciones
USA	45	China / Hong Kong	30
CEE	17	Rusia	18
Brasil	10	Japón	10
Hong Kong	10	Arabia Saudita	6
China	9		
Tailandia	3		

Fuente: Granja Moro S.A.

ANEXO 6 – Consumo per cápita de carne de pollo parrillero (kgs)

Año	Uruguay	Argentina	Brasil
1985	4.9	10.3	8.7
1986	5.1	11.3	9.9
1987	6.6	12.4	11.0
1988	7.0	11.2	11.8
1989	6.7	11.3	12.3
1990	7.4	10.9	13.4
1992	8.3	17.7	16.1
1993	9.6	19.9	17.4
1994	10.4	21.1	18.5
1995	10.9	20.6	22.6
1996	11.6	19.0	22.1

Fuente: Elaboración de Granja Moro S.A. en base a datos de USDA, INAC, COMISEC Y OPYPA.

ANEXO 7 – Tasas anuales promedio de crecimiento del consumo per cápita de carne de ave (%)

Período	Uruguay	Argentina	Brasil
1985-1990	6.12	0.95	7.46
1990-1996	8.47	9.70	8.70

Fuente: Elaboración de Granja Moro S.A. en base a datos de OPYPA

ANEXO 8 – Consumo de carnes en los países de la Región (kgs/hab/año)

Producto	Uruguay ⁽¹⁾	Argentina ⁽¹⁾	Brasil ⁽¹⁾	Chile ⁽²⁾
Carne vacuna	65.1	58.6	30.5	20.3
Carne de ave	11.6	21.9	23.5	21.3
Carne porcina	7.0	s/i	9.2	11.4
Carne ovina	11.9	1.9	s/i	0.6
TOTAL	95.6	82.4	63.2	53.6

Fuente: Elaboración de Granja Moro S.A. en base a datos de FAO, USDA e INAC

⁽¹⁾: 1995

⁽²⁾: 1994

ANEXO 9 – Precios relativos al público (Pollo/Nalga Vacuna)

	88	89	90	91	92	93	94	95	96
Relación	0.86	0.90	0.87	0.90	1.05	1.00	0.94	0.75	0.74
Media 88/95	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91

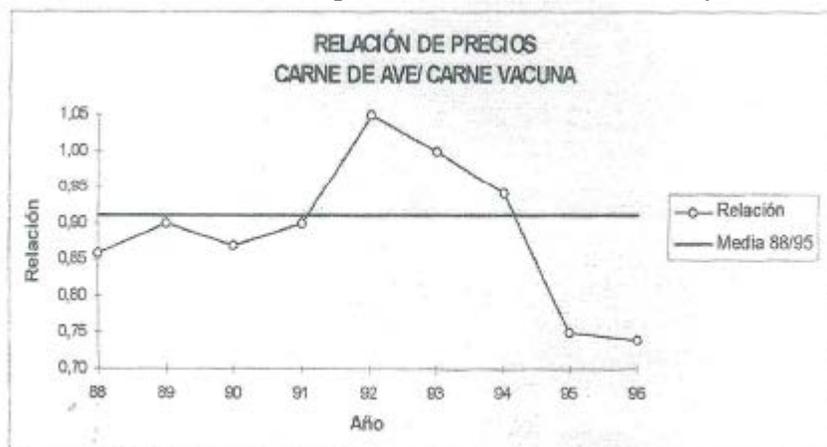
Fuente: OPYPA, en base a INE

ANEXO 10 – Producción anual y exportaciones e carne de ave

Año	Producción (toneladas)	Exportaciones (toneladas)
1990	25660	3233
1991	29396	2903
1992	29363	2421
1993	33784	471
1994	36083	1196
1995	37929	1752
1996*	39206	2641

Fuente: OPYPA, BROU e INAC
 (*): exportaciones hasta septiembre.

GRÁFICO 1 – Relación de precios entre la carne de ave y la carne vacuna



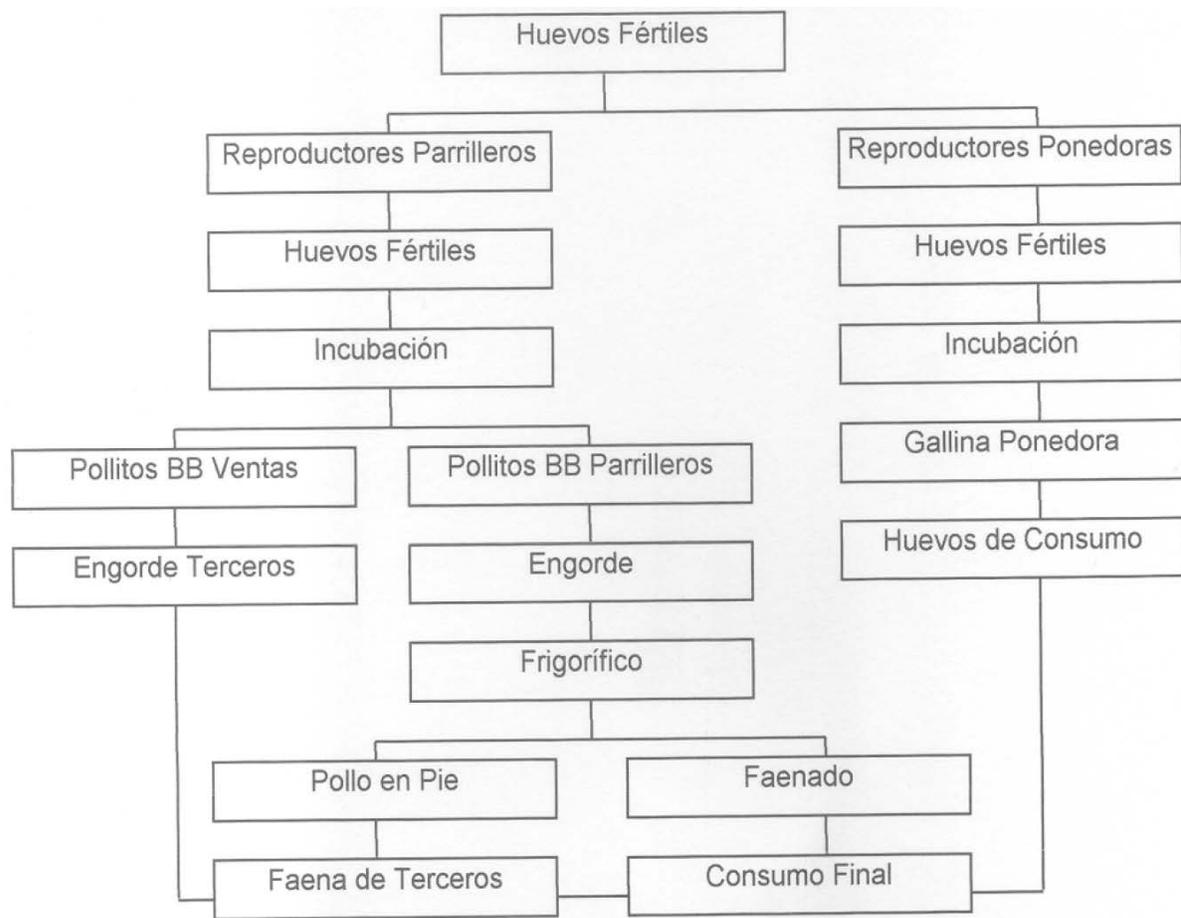
Fuente: OPYPA, en base a INE.

ANEXO 11 – Exportaciones uruguayas de carne de ave por tipo de producto (toneladas)

Producto	1994	1995	1996 ^(*)
Carne enfiada	333	417	495
Carne congelada	611	567	1704
Carcaza entera	468	329	1401
Carcaza trozada	143	238	303
Carne salada	0	0	3
Carne total	944	984	2202
Menudencias de ave	252	768	439
TOTAL	1196	1752	2641

Fuente: OPYPA en base a INAC
 (*): hasta septiembre

ANEXO 12 – Proceso productivo de Granja Moro S.A. (pollos y huevos)



ANEXO 13 – Participación de Granja Moro S.A. en el mercado de pollos parrilleros.

Empresa	Market Share (%)
Granja Moro S.A.	65
Vadil S.A./Casaquinta/Calprica	26
Otros	9

Fuente: Granja Moro S.A.

ANEXO 14 – Evolución de la participación de Granja Moro S.A. en el mercado de pollos parrilleros.

Año	Market Share (%)
1991	50.1
1992	52.5
1993	49.4
1994	50.9
1995	53.5
1996	65.1

Fuente: Granja Moro S.A.

ANEXO 15 – Participación de las diferentes líneas de Granja Moro S.A. en las ventas de carne de ave al mercado interno (volúmenes físicos).

Período	Ave Entera (%)	Cortes (%)
90/91	100	0
91/92	100	0
92/93	89	11
93/94	83	17
94/95	77	23
95/96	72	28
96/97	78	22

Fuente: Granja Moro S.A.

ANEXO 16 – Exportaciones de Granja Moro S.A.

Ejercicio	Exportaciones (miles de US\$)	Porcentaje	Facturación Total (miles de US\$)
1982	1774	16.11	11010
1983	2287	22.84	10014
1984	4136	27.61	14984
1985	2040	15.45	13205
1986	3627	19.68	18433
1987	1554	15.56	9988
87/88	1970	9.98	19739
88/89	3605	14.94	24135
89/90	5165	19.68	26241
90/91	4968	18.06	27502
91/92	3370	11.39	29591
92/93	1639	5.64	29075
93/94	637	1.89	33634
94/95	1588	4.35	36510
95/96	2246	6.42	34994

Fuente: Granja Moro S.A.

ANEXO 17 – Comparación de coeficientes técnicos.

Concepto	USA	Brasil	China	Tailandia	Francia	Holanda	Japón	Granja Moro
Peso/ave en pie (kgs)	2.0	1.8/2.2	2.0/2.5	1.8/2.0	1.7/2.0	1.85	2.7/2.9	2.85
Mortandad (%)	5.0	5.0	5.0	5.7	3/7	4.9	3.0	5.5
Conversión (kgs ración/kgs ave en pie)	2.0	2.0	2.2	2.0	1.9	1.9	2.2	2.05

Fuente: Granja Moro S.A.

ANEXO 18 – Exportaciones brasileñas según tipo de carne de ave

Año	Ave entera (mil ton)	Ave entera (US\$/ton)	Cortes (mil ton)	Cortes (US\$/ton)	Total (mil ton)	Total (US\$/ton)
1985	236.90	813	36.30	1270	273.20	873
1986	180.60	869	44.20	1432	224.80	980
1987	164.80	877	50.50	1357	215.30	989
1988	164.30	785	72.10	1327	236.40	950
1989	161.00	903	82.80	1422	243.80	1080
1990	207.90	916	81.50	1588	289.40	1105
1991	203.10	1032	118.60	1545	321.70	1221
1992	232.10	991	139.60	1433	371.70	1157
1993	270.30	987	146.60	1342	416.90	1112

Fuente: ABEF

ANEXO 19 – Deudas financieras de Granja Moro S.A..

MONEDA EXTRANJERA (US\$)		
Banco	Corto Plazo	Largo Plazo
Comercial	24630	9990
Surinvest	1942479	49821
Caja Obrera	303156	
Noblyr S.A.	223088	168890
Abn Amor	225530	602980
Boston	130102	
Nación Argentina	602202	
Exterior	76318	
Citibank	32575	
I.I.C.	313048	770120
I.F.C.	292941	713000
BROU	2593576	3766607
B.P.A.	62315	
Obligaciones Negociables	1829297	1750000
Santander	1773	
Centro Hispano	1008	
Total	8654038	7831408

ANEXO 19 – Deudas financieras de Granja Moro S.A..

MONEDA NACIONAL (Pesos Uruguayos)		
Banco	Corto Plazo	Largo Plazo
BROU	1044654	
Montevideo	1953648	2230188
Discount Bank	45000	
COFAC	21980	
Exterior	17787	
Comercial	34593	
Total	3117662	2230188
Equivalente en US\$	322677	252284

Fuente: Granja Moro S.A.

ANEXO 20 – Alternativas de Inversión

Obligaciones Negociables Granja Moro S.A.
Tasa de interés = Libor + 4 puntos = 5,88% (Tasa al 03-07-97) + 4 = 9,88%

Fondos de Inversión al 03-07-97⁽¹⁾				
Fondo	CITICORP	Paullier	Probursa	Santander
Citi-carteras Capital (US\$)	8,06 ⁽²⁾			
Bonos (US\$)	10,12 ⁽³⁾	9,25%	8,65% ⁽⁴⁾	
Citi-carteras Financiera (\$)	8,31 ⁽⁵⁾⁽⁶⁾			
Ahorroplus (US\$)	6,47 ⁽²⁾			
Pesos (\$)			7,25 ⁽⁴⁾⁽⁶⁾	
Comercial (US\$)			10,09% ⁽⁴⁾	
Super Fondo Ahorro (US\$)				9,63%
Super Fondo Internacional (US\$)				22,47%
Fondos oportunidad (US\$)		10,75%		
Fondos Primer Mundo (US\$)		6,78%		

Notas: ⁽¹⁾ Tasas actualizadas y rendimientos brutos. ⁽²⁾ Últimas cuatro semanas. ⁽³⁾ Últimas veinticuatro semanas. ⁽⁴⁾ Últimas doce semanas. ⁽⁵⁾ Últimas ocho semanas ⁽⁶⁾ Tasa equivalente en US\$.

Fuente: Indicadores de Mercado. Diario El País.

ANEXO 20 – Alternativas de Inversión

Tasas de Interés. Mercado local 03-07-97				
Concepto	Depósito (efectivo anual al vencimiento)			
	30 días	60 días	90 días	180 días
MONEDA NACIONAL ⁽¹⁾	5,88	5,88	5,88	5,88
DOLARES	4,84	5,13	5,16	5,38

Notas: ⁽¹⁾ Tasa equivalente en US\$.

Fuente: Indicadores de Mercado. Diario El País.

ANEXO 21 – Condiciones de Obligaciones Negociables emitidas por Granja Moro S.A.

Monto de la emisión:	US\$ 10.000.000
Plazo:	5 años
Vencimiento Final:	26/05/2002
Amortización de capital:	2 años de gracia, 30% del capital al final del tercer año, 30% al final del cuarto año y 40% al final del quinto año.
Tasa de interés:	Tasa LIBOR 180 días + 4 puntos porcentuales
Amortización de capital:	Semestral

El emisor se obliga a afectar parte del flujo de caja proveniente de la venta a determinados supermercados de primera línea la totalidad de las sumas percibidas durante el mes calendario por concepto de venta de mercadería, con garantía prendaria.