

Ecuador
Papel Comercial
Calificación Inicial

Procesadora Nacional de Alimentos C.A.
PRONACA

Calificación:

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
VI Programa de Papel Comercial	AAA	NR	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

Ultimo Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

(USD Millones)	2018 (diciembre)	2019 (febrero)
Activos	698.9	711.0
Ventas	961.2	147.3
Margen EBITDA (%)	10.87%	9.07%
ROE (%) *	10.80%	7.36%
Deuda / capitalización (%)	25.04%	25.02%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.80	4.01
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.32	3.70
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	1.38	1.81
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	1.86	2.40

*Indicador anualizado para febrero-2019
Fuente: EEFF PRONACA C.A. individuales
Elaboración BWR

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de AAA al VI Programa de Papel Comercial analizado en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa. Dicho criterio reconoce las características de corto plazo del instrumento empleado y se fundamenta en la perspectiva de que bajo condiciones previsibles de mercado el Grupo PRONACA y PRONACA de manera individual, mantendrán una sólida gestión operativa, bajos niveles de endeudamiento y una posición adecuada de liquidez.

La calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

Posición competitiva fuerte y mercado con barreras de entrada. La calificadora considera que PRONACA es una empresa madura, con un importante posicionamiento y conocimiento de mercado, además de un portafolio de productos diversificado, cartera de clientes y proveedores. Estos factores ayudan a contrarrestar a la competencia, incluida la informal y mitigar los riesgos de la industria en la que se desenvuelve. La industria está influenciada por la volatilidad de precios locales e internacionales de materias primas, y las regulaciones que limitan las importaciones.

Generación operativa presionada con márgenes estables en el tiempo. La empresa se enfrenta actualmente a un escenario de contracción en sus ventas, debido a las condiciones macroeconómicas del país, que han influenciado en la industria, con una ralentización generalizada del consumo. Al mismo tiempo, el emisor busca optimizar costos y gastos en toda la cadena productiva. El riesgo de volatilidad del EBITDA es compensado por una posición conservadora de deuda y mitigado por una política efectiva de administración de derivados financieros que permite atenuar el efecto de los precios en el costo de ventas y sostener los márgenes del Grupo en niveles adecuados.

Bajo Endeudamiento en relación a la generación. El emisor mantiene niveles bajos de endeudamiento respecto a su generación y un respaldo patrimonial importante. Estos factores le otorgan una alta flexibilidad operativa. Para el 2019, se espera una inversión importante en CAPEX, que será cubierto con las inversiones temporales que mantiene la Empresa.

Adecuados niveles de liquidez: El riesgo de refinanciamiento de la deuda de PRONACA se mitiga gracias a las reservas de liquidez existentes. Adicionalmente, su perfil de bajo riesgo crediticio le permite acceder a cupos de líneas de crédito tanto local como del exterior.

La perspectiva de la calificación es estable, sin embargo, esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara fuera los rangos aceptables en relación a su generación.



CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Sexto Programa de Papel Comercial	
Emisor	Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA
No. de Resolución	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00004794
Fecha de Aprobación SCVS	12-jun-18
Monto Programa	60,000,000.00
Monto en circulación	40,000,000.00
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Fecha Vencimiento Programa	21-may-20
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Para capital de trabajo consistente en hasta 70% pago a proveedores de materia prima y hasta el 30% pago a proveedores generales.
Rescates anticipados	El emisor podrá realizar rescates anticipados de los valores. Para el efecto, publicará una convocatoria con 8 días laborables de anticipación, por medio del representante de obligacionistas y a través de su página web, indicando la fecha prevista para el rescate, el precio máximo del mismo y el monto nominal de los valores a rescatarse. En caso de existir obligacionistas que opten por no acogerse a la cancelación anticipada, sus títulos de obligaciones de corto plazo seguirán manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.
Agente Estructurador y Colocador	PICAVAL S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador
Rep. Obligacionistas	GB HOLDERS CIA. LTDA.

HECHOS RELEVANTES

Nueva composición accionaria

Con fecha 2 de junio de 2017, el grupo guatemalteco Corporación Multi- Inversiones (“CMI”) a través de su subsidiaria, Industria Pecuaria Andina Holding Sociedad Limitada, suscribió un contrato de compraventa de acciones para la compra del 50% del capital accionario de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA e indirectamente de las compañías controladas por dicha entidad. Adicionalmente, los inversionistas ecuatorianos dueños del resto del paquete accionario consolidaron el restante 50% a través de la compañía Proteínas y Granos Andinos Holding, S.L. La operación fue aprobada por la Superintendencia de Control de Poder de Mercado mediante oficio SCPM-CRPI-2017-481 el 12 de diciembre de 2017, y las partes del Contrato de Compra Venta de Acciones perfeccionaron la transferencia de las acciones adquiridas el 21 de diciembre de 2017.

CMI es un grupo con presencia en 13 países, más de 36,000 colaboradores y una trayectoria mayor a 90 años.

Entre sus líneas de negocio se encuentran la franquicia de pollos Campero, la fabricación de productos derivados de trigo y maíz; productos de carne de pollo y cerdo; la industria pecuaria; proyectos inmobiliarios, y generación de energía eléctrica.

Escisión de capital

Mediante acta de Junta General de Accionistas de fecha 21 de agosto de 2017 se aprobó la escisión de parte del capital suscrito y pagado de Procesadora Nacional de Alimentos CA. PRONACA mediante el traslado de determinados activos no productivos del Grupo, así como los activos y pasivos de Inmobiliaria Granados S.A.- INMOGRA, hacia una nueva entidad denominada Agropuembo Agricolapuembo S.A., en la cual la Compañía no mantiene acciones.

Dicha escisión fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante resolución No. SCVS-IRQ-DRASD-SAS-2018-00000727 el 24 de enero de 2018 e inscrita en el Registro Mercantil el 27 de febrero de 2018. La escisión fue realizada según el valor en libros al que Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA mantenía contabilizados dichos activos. El efecto en el patrimonio fue de USD 13.9MM, que a diciembre-2017 representó el 3.17% del patrimonio de la Compañía.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 2.4% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea.

La economía ecuatoriana presentó un modesto crecimiento de 1.4% en términos constantes en el 2018 según los resultados provisionales de las Cuentas Nacionales publicadas por el BCE. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 1.1%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2019 de 0.4%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un decrecimiento de -0.5%, seguido de un crecimiento de 0.2% para 2020.

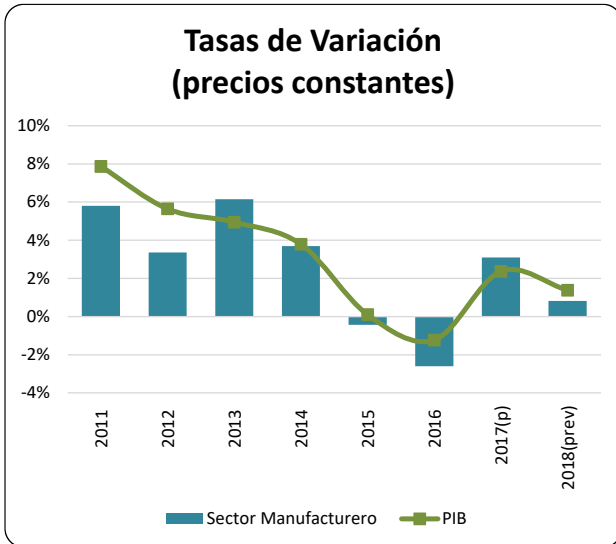
El 20 de febrero de 2019, el presidente Lenin Moreno, anunció la firma de un convenio con el FMI por USD 10,200MM: USD 4,200MM vendrán directamente del FMI y USD 6,000MM serán de bancos multilaterales. El objetivo de este convenio

es brindar asistencia financiera y apoyo a las políticas económicas del gobierno ecuatoriano en los próximos tres años y fue aprobado por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional el lunes 11 de marzo del 2019.¹

El precio del petróleo se mostró fluctuante en el 2018, con una tendencia a fortalecerse hasta el mes de octubre (USD 76.73 /b), sin embargo, en diciembre el precio volvió a caer a USD 53.96/b.

En el 2019, el precio por barril ha aumentado ubicándose en USD 63.79 /b en marzo, no obstante, lo más probable es que la volatilidad siga condicionando la evolución del precio del petróleo. Los factores que determinan esta volatilidad son la desaceleración de la economía mundial, las posibles resoluciones de la OPEP a nuevos recortes de producción y cualquier factor que altere la demanda u oferta de la materia prima.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR.

Con base en la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representó en 2017 el 11.65% del PIB nacional a precios constantes, por lo que se estableció como el sector de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana. Adicionalmente, las cifras preliminares del 2018 apuntan a una representación de la industria manufacturera de 11.55% del PIB en términos constantes.

Esta industria es sumamente importante para el país, pues generó el 10.48% de las plazas de trabajo a marzo-2019. Asimismo, el país registra inversión extranjera directa para este sector, en especial de España y Estados Unidos.

Dentro de la misma, la producción de alimentos y bebidas representa el 38% del total de la producción industrial². Así mismo, de acuerdo a información del INEC³ en diciembre-2018 la elaboración de productos alimenticios registró un crecimiento interanual de 4.85% (-1.61% en diciembre-2017), mientras que la elaboración de bebidas incrementó en 0.22% (-0.36% en diciembre-2017).

La industria alimenticia depende en gran medida de la capacidad de consumo de los hogares. Por ello resulta importante mencionar que el gasto de los hogares tuvo un incremento trimestral a marzo-2019 del 0.52% e interanual del 1.28%⁴. Estos incrementos son superiores a los del PIB (0.1% y 0.8% respectivamente).

Por otro lado, se debe destacar que la variación anual del índice de precios al productor (IPP) a diciembre-2018 fue de -1.12% (1.29% a diciembre-2017). Con corte marzo-2019, el IPP se ubica en 0.21% y el correspondiente a productos alimenticios, bebida, tabaco y textiles registra una variación de 0.11%.

PRONACA pertenece al sector de producción y procesamiento de carne, pescado y mariscos, que contribuyó con la generación del 3.8% del PIB del Ecuador en términos constantes y representó el 6.2% del consumo de los hogares. Este sector es el segundo segmento en importancia dentro de la rama de alimentos y bebidas de la canasta básica familiar, según datos publicados por el INEC.

En cuanto a productos sustitutos y directos que compiten con los de PRONACA, existen diversas alternativas de distintas calidades y marcas dependiendo de la línea de negocios específica.

La apreciación del dólar frente a otras monedas de la región incentiva el contrabando, lo cual perjudica al mercado formal.

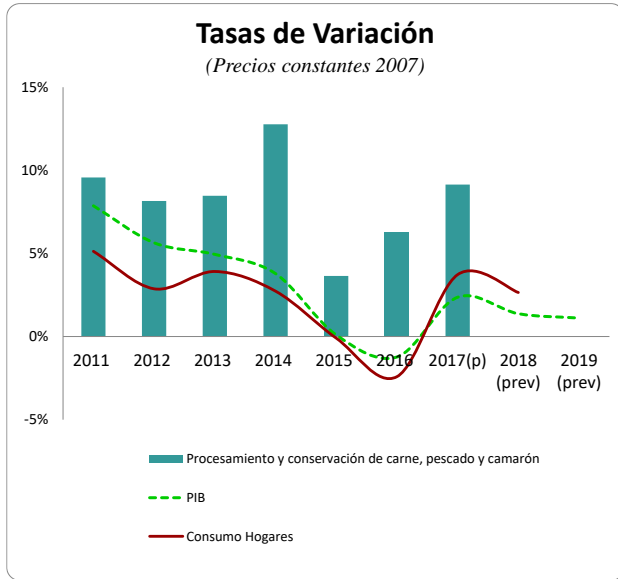
¹ <http://contexto.gk.city/ficheros/claves-entender-el-acuerdo-ecuador-con-el-fondo-monetario-internacional-fmi/que-tipo>

² <https://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=10182>

³ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Estadisticas_Economicas/IPI-M/2018/Diciembre-2018/PRESENTACION_RESULTADOS_IPI-M_2018_12.pdf

⁴ Presentación coyuntural a abril 2019, Banco Central del Ecuador

Gráfico 2



*Datos estimados para el sector económico, incluye: Procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos, acuicultura y pesca de camarón.
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

El mercado está regulado por el Gobierno en el proceso de abastecimiento de materias primas, principalmente el maíz, materia prima esencial para PRONACA, en cuyo caso se busca que la demanda local sea atendida en su totalidad por producción nacional, sujeta a una regulación del precio mínimo de sustentación. Al mismo tiempo, la política hace que el precio local se incremente, lo que resta competitividad al sector para la exportación de productos que requieren esta materia prima. Adicionalmente, la restricción genera incentivos para la importación de sustitutos como trigo y el contrabando desde países vecinos.

Los precios de sustentación agrícola que se establecieron para el 2018 por el Ministerio de Agricultura y Ganadería fueron de un precio techo de USD 17.20 y un precio piso de USD 13.50 para el quintal de maíz de 45,36 kilogramos, con 13% de humedad y 1% de impurezas⁵. Sin embargo, para el 2019, las autoridades han fijado un precio mínimo de sustentación de USD 15.25.

Según el subsecretario de Comercialización del Ministerio de Agricultura, Ecuador produce 1.2 millones de toneladas (t) de maíz, de las cuales 900.000 t adquiere la industria nacional para la elaboración de alimento proteínico. Para el 2019, la proyección es que la producción aumente a 1.3 millones de toneladas de maíz⁶

⁵ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-mag-arroz-maiz-nuevosprecios>

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

La Compañía fue constituida el 28 de marzo de 1977 bajo la denominación de Procesadora Nacional de Aves e inscrita en el Registro Mercantil el 18 de mayo del mismo año. Con fecha 20 de enero de 1999 cambió su denominación a Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA y su objeto social es el desarrollo de actividades agropecuarias, especialmente las relacionadas con la avicultura, ganadería, porcicultura, acuicultura y pecuaria en general, en todas sus formas y etapas desde el aprovisionamiento de materia prima y producción hasta la comercialización.

La institución cuenta con una importante trayectoria en el sector alimenticio y mantiene su posición de líder en su nicho de mercado principal. La empresa desarrolla su actividad operativa en un mercado de primera necesidad ofreciendo bienes alimenticios de consumo masivo y conserva su estructura diversificada de productos bien posicionados, factores que le otorgan una ventaja diferencial y una fortaleza en comparación a otros emisores que operan en otras industrias.

La Superintendencia de Compañías ubicó en 2017 a PRONACA en la undécima posición del ranking empresarial por tamaño de activos⁷, cuarta por sus ingresos y décimo novena en función de sus utilidades.

El Grupo PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial y administrativa importante, conformada por 7.199 colaboradores directos, que atienden aproximadamente a 83,000 clientes entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados. En ninguna compañía del Grupo se ha conformado Comité de Empresa ni se han presentado problemas laborales.

Grupo PRONACA tiene cinco líneas de negocio. La línea de cárnicos constituye el negocio más importante para el emisor y representa el 54.4% de las ventas de la Compañía. Este negocio agrupa la comercialización y crianza de aves, cerdos y reses.

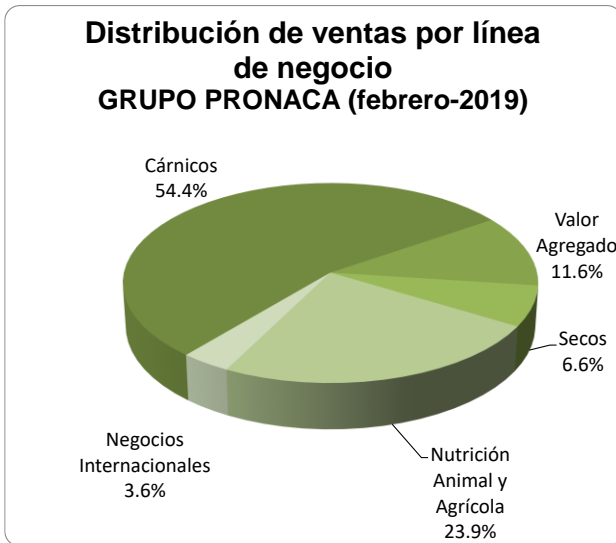
La línea de Nutrición Animal genera el 23.9% de los ingresos y mediante esta se comercializa alimentos para mascotas y para la industria agrícola. Un 11.6% de las ventas corresponden a la línea de Valor Agregado, línea en que se comercializa embutidos, congelados y productos del mar. El 10.1% restante

⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/produccion-maiz-agricultores-ministerio-guayas.html>

⁷ <http://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/rankingCias.zul?id=S&tipo=1>

corresponde a la línea de Secos y Negocios Internacionales.

Gráfico 3



Fuente: GRUPO PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

A través de sus subsidiarias, PRONACA ha buscado extender sus actividades productivas y comerciales hacia Estados Unidos, Brasil, Panamá y España, aunque en los últimos años el Grupo ha salido de la mayoría de las operaciones que no cumplían con sus expectativas de crecimiento y rentabilidad. Por el momento no se han definido emprendimientos significativos de este tipo aunque el emisor mantiene el interés en la internacionalización del grupo.

La Compañía tiene un portafolio amplio de productos, alrededor de 800, que se comercializan bajo 25 marcas diferentes. Sus productos son resultado de una permanente inversión en investigación y desarrollo. La oferta incluye productos con presentaciones más pequeñas, asequibles en precio para los segmentos de ingreso medio y bajo de la población, estrategia que ha permitido extender la base de clientes, generando mayor presencia y penetración de mercado.

La empresa se desenvuelve en un mercado competitivo donde sus principales rivales provienen de empresas locales y microempresarios. La diversificación de productos de PRONACA mitiga en alguna medida el riesgo del negocio.

La volatilidad en el precio de las materias primas tanto importadas como locales constituye un riesgo permanente para PRONACA. Para mitigarlo la empresa emplea derivados financieros como herramientas de cobertura en el corto plazo, que le permiten tener una mejor planificación.

Los principales canales mediante los cuales se comercializan sus productos se detallan a continuación:

CANAL	Porcentaje
CANAL INDIRECTOS DISTRIBUIDORES ZONALES	28.7%
CANAL AUTOSERVICIOS	22.7%
CANAL FOOD SERVICE	19.9%
CANAL TRADICIONAL, AVES EN PIE, MERCADO POPULARES	25.8%
OTROS	0.6%
CANAL INDUSTRIAL	2.2%

Fuente: PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

La empresa goza de importantes ventajas competitivas que le otorgan una mejor posición que a sus competidores en un escenario de mayores restricciones económicas. Además, su capacidad instalada y de distribución a nivel nacional funciona como barrera de entrada.

La alta competencia, principalmente informal (alrededor del 60% del mercado) restringe la capacidad de la empresa para transferir sus costos al consumidor, sin embargo PRONACA cuenta con elementos diferenciadores en calidad y posicionamiento de marca, que contrarrestan este riesgo. La Compañía mantiene un 20.4% de participación de mercado en su principal línea de negocios, la línea de Cárnicos.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

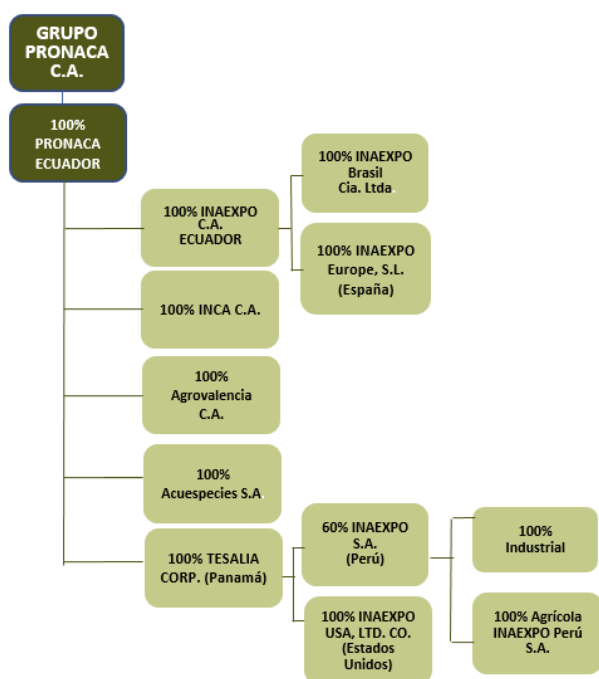
PRONACA es la cabeza del Grupo Económico de igual nombre, que reúne a empresas que tienen los mismos fines de producción y comercialización de alimentos con o sin valor agregado a nivel local e internacional. La mayoría de subsidiarias han sido creadas o adquiridas para canalizar inversiones estratégicas del Grupo en cuanto a diversificación de productos y mercados, y por tanto han requerido del apoyo financiero de PRONACA.

Actualmente la empresa mantiene operaciones de tipo comercial con sus subsidiarias. Este contingente se ha incluido históricamente como pasivo en los indicadores de endeudamiento tanto consolidados como individuales. PRONACA es generador del 95% de las ventas y aporta con prácticamente la totalidad de los resultados netos del Grupo, además absorbe casi todo el apalancamiento financiero.

La contribución neta de las subsidiarias a la utilidad antes de eliminaciones (USD 227M) es inmaterial en relación al flujo positivo de PRONACA.

PRONACA C.A. realiza un análisis constante de sus subsidiarias y realiza procesos de desinversión en empresas y proyectos que no alcanzan el punto de equilibrio o que por factores estratégicos y de mercado dejaron de ser convenientes para el Grupo. De las subsidiarias actuales, solamente INAEXPO, Tesalia e INCA generan resultados positivos a la fecha de corte.

A febrero-2019 la participación en las subsidiarias representa el 8.3% de los activos del balance individual de PRONACA. En el corto plazo no se esperan inversiones importantes de sus subsidiarias.



Fuente: Estados financieros Auditados Grupo Pronaca 2018

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A febrero-2019 el patrimonio de PRONACA C.A. es de USD 435MM, y de este el 88.64% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Capital en USD (miles)	% Participación
INDUSTRIA PECUARIA ANDINA HOLDING S.L.	193,131	50.00%
PROTEINAS Y GRANOS ANDINOS HOLDING S.L.	193,131	50.00%
TOTAL	386,261	100.00%

Como se mencionó en la sección de Hechos Relevantes, la composición accionaria de PRONACA C.A. cambió desde diciembre del 2017 pues el grupo guatemalteco CMI, a través de Industria Pecuaria Andina Holding Sociedad Limitada, suscribió un contrato de compra-venta de acciones para la compra del 50% del capital accionario de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA.

Los inversionistas ecuatorianos dueños del resto del paquete accionario consolidaron el restante 50% a través de la Compañía Proteínas y Granos Andinos Holding, S.L.

La deuda financiera ajustada (incluye contingentes) del emisor representa el 25.1% de la capitalización⁸ de la Compañía. Esta relación se considera sana y se espera que continúe bajo la misma línea en función de las proyecciones del emisor.

El reparto de dividendos ha fluctuado entre 54% y 95.7% entre 2015 y 2017, como una política de soporte aceptada por los accionistas y de acuerdo con una restricción establecida en el contrato suscrito con la Corporación Andina de Fomento (CAF), acreedor del Grupo. Para el 2018, se definieron USD 30MM como monto de dividendos a pagar a los accionistas.

GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación con la capacidad de pago del emisor.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. Se puede destacar que dentro de los accionistas, directores y gerentes se encuentran personas que tienen más de cinco años de experiencia en la Compañía.

Las principales instancias de gobierno corporativo del emisor son la Junta de Accionistas, el Directorio, el Presidente del Directorio, el Presidente Ejecutivo y el Vicepresidente Ejecutivo. La estructura actual empezó a implementarse a partir de enero-2019, fecha en la cual se formalizó en los estatutos de la Compañía.

La Junta General de Accionistas, máxima instancia de Gobierno, se reúne ordinariamente una vez al año para supervisar la evolución del negocio. Además se realizan Juntas Generales Extraordinarias, en cualquier época del año, donde se tratan solo temas puntuales.

⁸ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



El Directorio es el órgano fiscalizador y de vigilancia de la Compañía, está conformado por seis directores patrimoniales que incluyen al Presidente del Directorio, Presidente Ejecutivo y Vicepresidente Ejecutivo. Entre las principales atribuciones del Directorio se encuentran cumplir y hacer cumplir las instrucciones y resoluciones de la JGA, supervisar el cumplimiento de las políticas y el presupuesto de la Compañía, sugerir todo aquello que fuere necesario y útil para la sociedad y su administración, entre otras.

El Presidente Ejecutivo es elegido por la Junta General de Accionistas y tiene como parte de sus funciones dirigir la administración de la Compañía dentro de las instrucciones de la JGA, anualmente junto con el Vicepresidente Ejecutivo presentar el informe de Administración, cumplir y hacer cumplir las disposiciones legales de la Compañía, dictar y reformar reglamentos internos, entre otras. El Presidente Ejecutivo tiene una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector; fue reelegido en 2019 por un periodo de tres años.

Adicionalmente la Compañía dispone de un Comité de Dirección donde se discuten mensualmente las principales cifras e indicadores del negocio y se trazan las rutas del negocio acorde a la estrategia de la Compañía.

La empresa cuenta además con un Comité de Talento Humano y un Comité de Auditoría. En 2019, se creó formalmente la Dirección de Gestión de Riesgos que reporta a la Vicepresidencia de Desarrollo Organizacional, que dirige y se encuentra trabajando bajo la metodología COSO ERM 2017.

A mediano plazo el área de Riesgos espera identificar, medir y controlar los riesgos estratégicos y operacionales y en el largo plazo fomentar una cultura estricta respecto al control de riesgos en la Compañía.

La Compañía maneja los siguientes certificados en cuanto a calidad de los siguientes procesos: certificaciones BPM en alimentos procesados emitido por ARCSA, certificaciones BPM en granjas y alimentos para nutrición animal emitido por Agrocalidad, FSC 22000 para una de sus plantas, entre otras.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General de Accionistas nombró en 2019 un Comisario Principal y un Comisario Suplente, que vigilan las operaciones sociales, y son independientes de la Administración.

PRONACA C.A. mantiene pólizas de seguro que cubren el riesgo de sus instalaciones, muebles, enseres, vehículos, equipos de oficina y mercadería.

Además mantiene pólizas de transporte para sus importaciones y exportaciones.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

La empresa cuenta con lineamientos estratégicos, y un presupuesto anual elaborado por la Dirección de Finanzas y Planeación.

La estrategia de PRONACA va encaminada a satisfacer las necesidades de los consumidores mediante la diversificación, innovación y calidad de sus productos. La fuerza comercial continuará dirigiendo sus esfuerzos a impulsar los productos para la base de la pirámide, es decir segmentos de menor nivel adquisitivo, pero con un importante potencial de volumen de negocios. El Grupo mantiene como prioridad mantener su posicionamiento en términos de volumen de ventas, que se ha traducido en estrategias de manejo de precios competitivos, descuentos y promociones.

En cuanto a la infraestructura informática, la Empresa cuenta con varios aplicativos para administrar la gestión contable, financiera, administrativa y comercial. Mantiene un sistema redundante con el objetivo de mantener un respaldo de la información. No cuenta con un sitio alternativo de trabajo pero se encuentran trabajando en el desarrollo del mismo.

PRONACA mantiene planes de emergencia y contingencia en todos los centros de operación. Espera en un futuro desarrollar el plan de continuidad de negocio.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Corporación Grupo PRONACA y subsidiarias, y los estados financieros individuales de PRONACA C.A. desde el 2015 al 2017, auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. y por la firma Ernst & Young para el 2018. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales y consolidados a febrero-2019.

Para determinar la capacidad de pago del emisor consideramos importante analizar en conjunto sus estados financieros consolidados y los individuales. Analizar información consolidada es de suma

importancia para la Calificadora dado que las decisiones estratégicas, de inversión, endeudamiento y transferencia de flujos entre empresas relacionadas se toman de forma centralizada, a través de la administración corporativa del Grupo PRONACA.

Recibimos las proyecciones de los estados financieros individuales y consolidados para el 2019 y una estimación de las principales cuentas de los estados financieros individuales y consolidados para el 2020. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

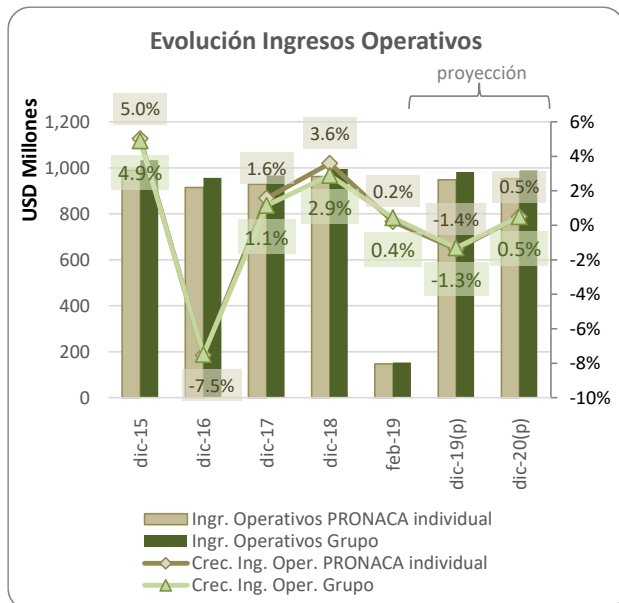
Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información consolidada del Grupo, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

Gestión Operativa y Tendencias

PRONACA es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen relativamente estable, que se da gracias a sus estrategias comerciales, la diversificación de productos y la eficiencia de sus canales de distribución.

Las ventas de PRONACA crecieron un 4.9% en 2015, aunque en 2016 se redujeron en dólares en 7.5% frente al año anterior, como consecuencia de la contracción de la economía local y la existencia de un hongo que afectó al nivel de producción y calidad del 30% de la cosecha de maíz del país.

Gráfico 4



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales. Elaboración: BWR. Crecimientos anuales.

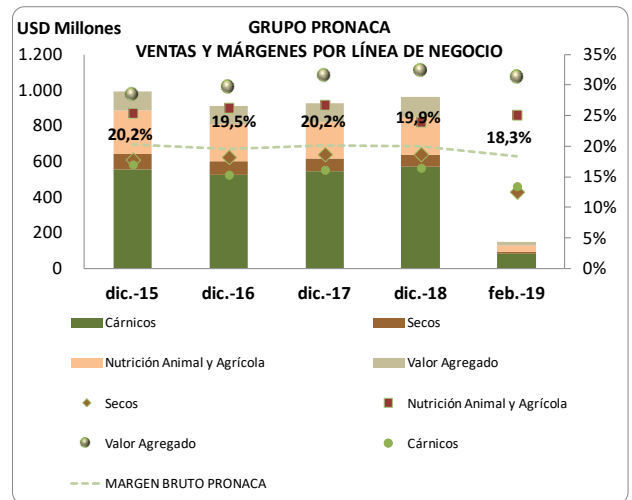
Con corte diciembre-2017, los ingresos operativos de la Compañía muestran una leve recuperación del 1.15%, impulsada principalmente por mayores ventas en las líneas de Cárnicos y Valor Agregado.

Las ventas en 2018 presentaron un crecimiento de 2.89%, gracias a mayores ingresos de sus tres principales líneas de negocio y a la estrategia que mantiene la Compañía de mayor generación de ingresos con enfoque en la base de la pirámide, es decir hacia segmentos de mercado de menores recursos económicos.

Con corte febrero-2019, las ventas muestran un crecimiento interanual de 0.44%. La Compañía actualmente se encuentra en una etapa de madurez de sus productos tradicionales y su crecimiento se encuentra ligado a la evolución de la economía en general y al consumo de los hogares.

Nuestra proyección del 2019 supone un decrecimiento anual de 1.3%, con un nivel de ingresos estimado en USD 981MM, en línea con las expectativas de la Administración. Esta disminución se debe menores ingresos de las líneas agrícola y de arroz, negocios de los cuales espera salir la Compañía. Para finales del 2020, esperamos que los ingresos de PRONACA crezcan un 0.5%.

Gráfico 5



Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

PRONACA maneja un margen bruto relativamente estable y a la fecha de corte este se establece en 18.33%. Esperamos que este margen se ubique cercano al 20.5% para el cierre del 2019 y 2020. La división de cárnicos aporta con mayor volumen de facturación pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de la línea de Valor Agregado.

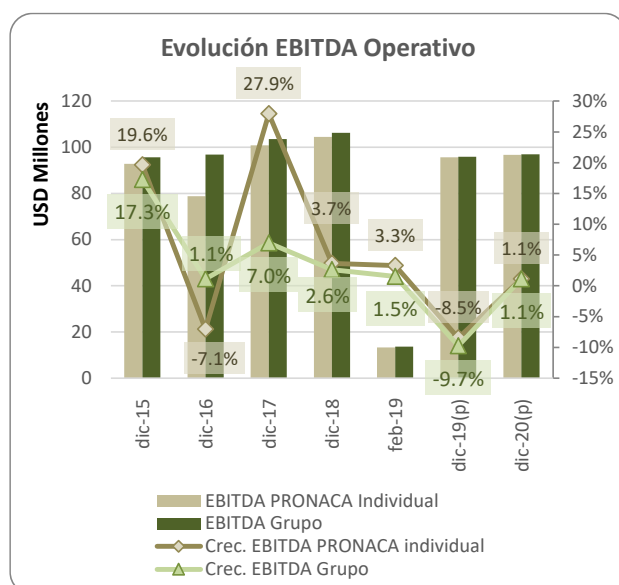
El EBITDA muestra una tendencia creciente, aunque volátil desde el año 2015. El mismo se ha

incrementado en línea con las ventas, y la eficiencia operativa derivada principalmente de las acciones dirigidas para disminuir el gasto administrativo y comercial que se ejecutaron desde el segundo semestre del 2016. A la fecha de corte, se observa un crecimiento del EBITDA del 1.51% gracias a la mayor generación del negocio y a un mejor margen presentado frente a febrero-2018.

Para finales del 2019, proyectamos un decrecimiento del EBITDA del 9.73% debido a los menos ingresos proyectados hasta el finales de año, y principalmente por mayores gastos operativos proyectados por el emisor, por pagos de beneficios sociales y posibles contingentes que de forma conservadora la Administración ha incluido.

Por otra parte, el ROA y el ROE terminan el 2018 en 7.08% y 11.28% respectivamente. Con corte febrero-2019, estos indicadores se ubican en 4.68% y 7.74% respectivamente.

Gráfico 6



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.
Crecimientos anuales.

Estructura del Balance

ACTIVOS

ACTIVOS	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19
Total Activo Corriente	53%	52%	52%	54%	55%
Fondos Disponibles	4%	3%	2%	2%	3%
Inversiones corto plazo	4%	12%	12%	15%	19%
CxC Comerciales	14%	13%	13%	13%	11%
Inventarios Neto	28%	21%	24%	24%	20%
Gastos anticipados	1%	2%	1%	0%	1%
Total Activo No Corriente	47%	48%	48%	46%	45%
Propiedad, planta y equipo	37%	39%	38%	39%	38%
Inventarios no corrientes	2%	2%	2%	2%	2%
Propiedades de inversión	3%	3%	3%	1%	1%
Activo Financiero no Corriente	3%	1%	1%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	3%	3%	3%	3%	3%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

PASIVOS	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19
Total Pasivo Corriente	28%	19%	19%	21%	21%
Deuda Financiera CP	14%	9%	5%	9%	9%
Deuda Comercial	10%	6%	7%	7%	6%
Otros Pasivos CP	4%	4%	8%	5%	6%
Total Pasivo LP	13%	17%	16%	18%	18%
Deuda Financiera LP	7%	11%	9%	12%	11%
Otros pasivos LP	6%	6%	7%	7%	7%
PATRIMONIO	59%	64%	65%	61%	60%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

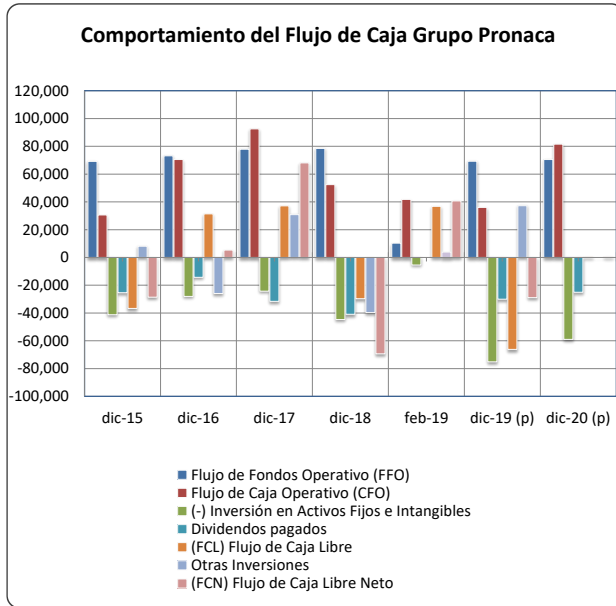
Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

PRONACA ha sido históricamente una empresa generadora de un flujo de caja operativo (CFO) importante en relación a los requerimientos de su negocio, y que ha sido relativamente estable en los años analizados, salvo por el año 2018, donde se dieron mayores requerimientos de capital de trabajo por pago de impuestos e inventarios y financiamiento de clientes.

Con corte febrero-2019, observamos que PRONACA presenta un CFO positivo que se beneficia de la liberación de inventarios y cuentas por cobrar. El volumen de capital de trabajo que la empresa requiere en cada etapa depende principalmente de la necesidad de financiar o no el aprovisionamiento de inventarios, dado que la empresa enfrenta permanentemente la volatilidad del costo de sus materias primas y restricciones para importar. En ese sentido, PRONACA procura planificar sus compras de inventario a precios convenientes y en función de su flujo operativo. Por otro lado, PRONACA ha tenido acceso tanto a líneas de crédito locales como internacionales para solventar sus requerimientos financieros y cuenta también con una posición de liquidez holgada.

Gráfico 7



Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En relación a las inversiones de capital (CAPEX), observamos que la principal inversión se ha realizado en 2018 por un monto de USD 44.5MM, sin embargo, en el plan de la Administración se encuentra realizar inversiones por USD 75MM en 2019 que corresponden a crecimiento en operaciones, eficiencia productiva y a inversiones de mantenimiento y reposición.

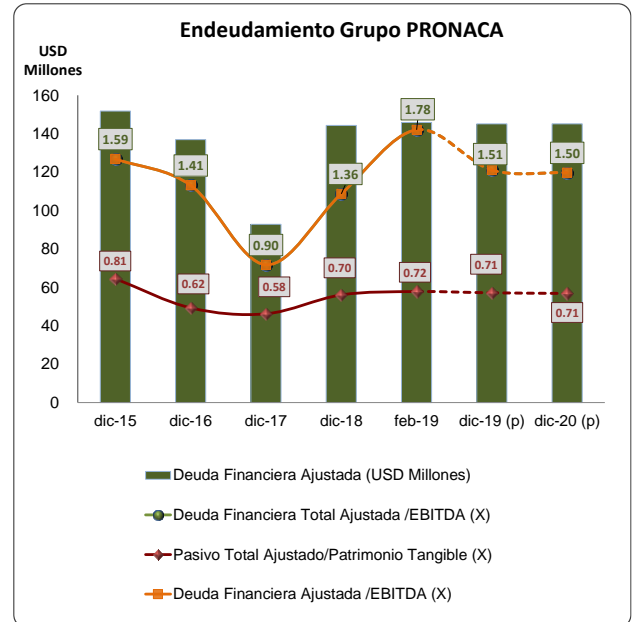
El CFO proyectado para el 2019 no cubriría por completo los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos, por lo que se generará un flujo de caja libre negativo, a cubrirse con el exceso de caja e inversiones temporales que la Compañía ha acumulado en los últimos años.

La política de cobro se ubica en 33 días, e históricamente se ha ubicado cerca de los 35 días a finales del año. Por el lado de las cuentas por pagar, la política es de 23 días.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 60 días de ventas. Proyectamos que los días de inventario para finales del 2019 sean cercanos a 67 días.

Históricamente PRONACA ha mantenido un bajo endeudamiento en relación a su capacidad de generación. El indicador de Deuda Financiera Ajustada / EBITDA ha sido históricamente menor a dos veces. En 2018 el mismo fue de 1.36 veces y a la fecha de corte se ubica en 1.78 veces. El bajo endeudamiento neto pone de manifiesto la flexibilidad financiera de la empresa para mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria y representa una fortaleza frente a otras empresas emisoras.

Gráfico 8



Fuente: Estados Financieros. Proyecciones ajustadas por BWR.

Los créditos contratados con algunos organismos multilaterales establecen condiciones en cuanto a límites de endeudamiento y liquidez, factor que apoya a que la empresa sostenga posiciones holgadas mientras estos créditos se encuentren vigentes. Bajo los parámetros actuales, se espera que a futuro la relación entre la deuda financiera y el EBITDA se mantenga cerca de las 1.5 veces.

El nivel de deuda de la empresa compara favorablemente con calificadas por BWR en las más altas categorías. Se espera que en los próximos años los índices de endeudamiento se mantengan en niveles conservadores en comparación a su capacidad de generación.

La deuda financiera del Grupo está diversificada en créditos provenientes de organismos multilaterales, bancos privados locales y del exterior y un programa de papel comercial. PRONACA quiere seguir manteniendo abiertas sus líneas de crédito que provienen del exterior. Esas líneas le permitirán eventualmente soportar contingencias de falta de liquidez en el sistema bancario local.

El 54.6% de la deuda financiera actualmente vence en el largo plazo. Esta estructura facilita al Grupo la ejecución de sus inversiones en CAPEX cuyo retorno se da en un horizonte de planificación también de largo plazo, además que contribuye a ampliar su posición de liquidez. Esta estructura le otorga mayor flexibilidad dentro del entorno económico actual.

Deuda Financiera: vencimientos

GRUPO PRONACA

Corte: Febrero-2019

	Miles USD	%
Vencimiento corriente	65.369	45,4%
Vencimiento a largo plazo	78.601	54,6%
Préstamos locales	86.421	60,0%
Préstamos del exterior	15.134	10,5%
Mercado de valores local	40.000	27,8%
Interés por pagar	1.807	1,3%
Otros	608	0,4%
Deuda Financiera total	143.970	100,0%

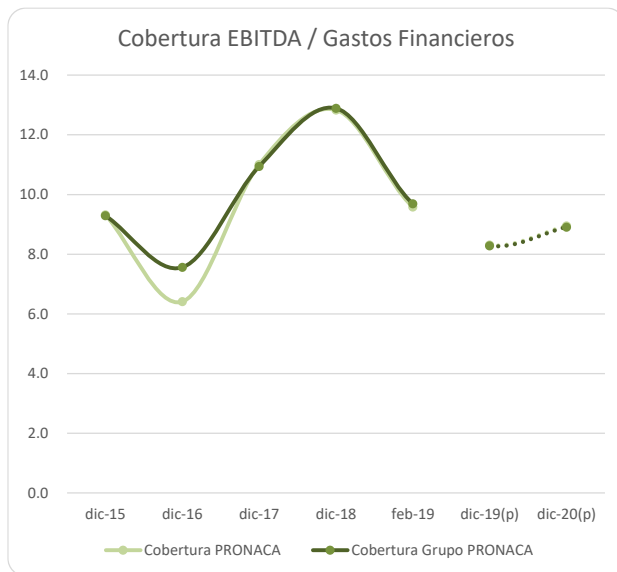
Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente el gasto financiero de la empresa en relación al EBITDA ha sido holgado, lo cual refleja flexibilidad financiera por parte de la empresa.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (10.9 veces en 2017 y 12.9 veces en 2018). Con corte febrero-2019, el EBITDA cubre en 9.7 veces el gasto financiero. Esperamos que esta cobertura se mantenga en el futuro.

Gráfico 9



Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

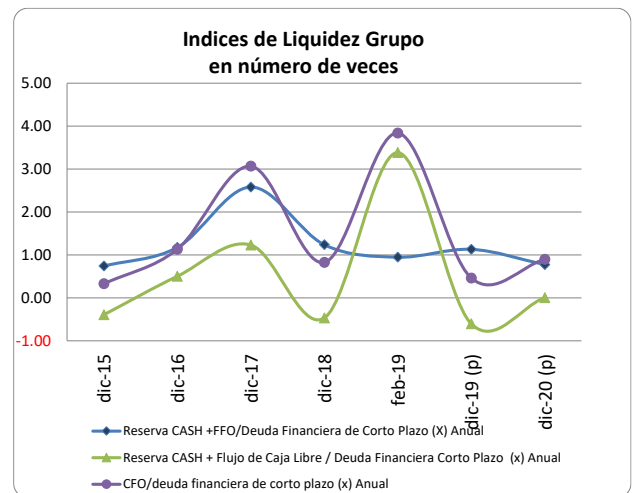
Si bien las necesidades de caja mensual de la Compañía es de alrededor de entre USD 10MM y USD 15MM, generalmente mantiene inversiones temporales por al menos USD 15MM para cubrir contingencias en el pago a sus proveedores exterior. Históricamente los niveles de inversiones han superado estas cifras, pero se espera que los excedentes de liquidez que superan estos niveles

sean usados para financiar las inversiones importantes en CAPEX planificadas para este año.

El riesgo de refinanciamiento de la empresa es bajo, considerando la posición de la empresa en el mercado, su capacidad de generar flujos de caja libre positivos en entornos recesivos y su bajo nivel de endeudamiento. Se espera que de darse un escenario de contracción de ventas, el emisor pueda liberar liquidez con menores inversiones en CAPEX y pago de dividendos.

Además la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país, y tiene aceptación en el mercado de valores.

Gráfico 10



Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones sensibilizadas por BWR.



POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

Fecha de corte	feb-19
Activo Ajustado (USD M)	618,177
Activo Total (USD M)	711,001

jun-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	89,130	89,130	6.94
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	103,362	192,492	3.21
3era	Deuda sin garantía específica de balance	82,744	275,236	2.25
TOTAL		275,236	275,236	2.25

Fuente: Estados Financieros individuales de PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.25 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa. Los activos que respaldan el programa de papel comercial son cuentas por cobrar e inventarios.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 50.5% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 49.5% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS DE LAS EMISIÓN CALIFICADA

Para el papel comercial que se analiza en este estudio, PRONACPA C.A. se obliga a:

1. Establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Ley.

Se deja constancia que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

En función del certificado con corte febrero-2019 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de la emisión.

La empresa ha cumplido con el indicador corriente de liquidez, exigido por normativa para la emisión de valores, como se demuestra en el cuadro a continuación:

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
sep-18	347,019	128,132	2.71
oct-18	350,965	135,889	2.58
nov-18	354,522	142,194	2.49
dic-18	353,977	140,565	2.52
ene-19	352,823	138,386	2.55
feb-19	361,024	147,059	2.45
Promedio semestral			2.55

El papel comercial analizado en el presente estudio se encuentra vigente hasta el 21 de mayo de 2020 y el monto en circulación representa únicamente el 10.4% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).



POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil se han negociado los valores del VI Programa de Papel Comercial en mercado secundario según el detalle del cuadro a continuación:

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
sep-18	1	0	200,000	20	5%
oct-18	0	0	0	22	0.0%
nov-18	0	0	0	20	0.0%
dic-18	0	0	0	17	0.0%
ene-19	0	0	0	22	0.0%
feb-19	0	0	0	20	0.0%

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2003 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones. Hasta la fecha ha colocado en el mercado seis programas de papel comercial, dos titularizaciones de flujos y una emisión de obligaciones.

GRUPO PRONACA					
(Miles de USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19
Resumen Balance					
Activo corriente	361,732	341,914	348,654	379,874	388,703
Activo no corriente	326,077	319,382	316,558	319,907	323,787
Total Activos	687,809	661,296	665,212	699,781	712,490
Pasivo corriente	191,975	123,300	125,678	146,390	153,018
Pasivo no corriente	87,776	115,568	106,624	129,446	130,023
Total Pasivos	279,751	238,868	232,302	275,836	283,041
Patrimonio	408,058	422,428	432,910	423,945	429,449
Resumen de Resultados					
Ventas	1,032,421	955,219	966,514	994,661	152,827
Costo de ventas	-823,631	-768,749	-771,519	-796,334	-124,811
Otros ingresos operativos	1,442	1,259	946	731	125
Egresos operativos	(142,913)	(140,371)	(127,975)	(127,900)	(20,052)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	67,319	47,358	67,966	71,158	8,089
Ingresos y gastos no operativos neto	-1,532	2,473	-64	2,564	414
Gasto Financiero del período	(10,303)	(12,800)	(9,461)	(8,241)	(1,413)
Impuestos a la renta	(16,229)	(10,870)	(16,159)	(19,455)	(1,964)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	39,463	26,432	42,398	48,342	5,505
Otros resultados integrales	(1,396)	1,415	279	(2,547)	-
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	38,067	27,847	42,677	45,795	5,505
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	95,715	96,797	103,527	106,227	13,693
(-) Gasto Financiero del período	-10,303	-12,800	-9,461	-8,241	-1,413
(-) Impuesto a la renta del período	-16,229	-10,870	-16,159	-19,455	-1,964
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	69,183	73,127	77,907	78,531	10,316
(-) Variación Capital de Trabajo	-38,553	-2,625	14,640	-26,119	31,488
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	30,630	70,502	92,547	52,412	41,804
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,226	5,835	4,412	4,641	1,180
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-4,758	-3,362	-4,476	-2,077	-766
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	858	622	552	796	17
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-25,400	-14,259	-31,600	-40,841	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-41,250	-28,010	-24,248	-44,610	-5,387
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-36,694	31,328	37,187	-29,679	36,848
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	21,984	-4,578	-44,042	51,450	-328
OTRAS INVERSIONES NETO	8,144	-25,957	30,850	-39,648	3,850
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	782	-595	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-6,566	1,575	23,400	-17,935	40,370
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	46,037	47,612	71,011	53,075	93,445
Indicadores					
Patrimonio Tangible	359,928	387,586	402,221	393,702	394,420
% crecimiento en ingresos operativos	4.9%		1.1%	2.9%	0.4%
MARGEN EBIT (%)	6.5%	5.0%	7.0%	7.2%	5.3%
MARGEN EBITDA (%)	9.3%	10.1%	10.7%	10.7%	9.0%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financier:	7.71	6.71	9.23	10.53	8.30
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	9.29	7.56	10.94	12.89	9.69
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	9.29	7.56	10.94	12.89	9.69
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexit	1.59	1.41	0.90	1.36	1.78
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1.10	0.92	0.21	0.86	0.64
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	27%	24%	18%	25%	25%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.74	1.17	2.58	1.24	0.95
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.33	1.13	3.06	0.83	3.84
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.31)	0.09	2.25	(1.09)	3.74
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.31)	0.09	2.25	(1.09)	3.74

PRONACA INDIVIDUAL					
(Miles de USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	33,291	42,769	63,412	46,729	86,950
Cuentas por Cobrar Comerciales	90,959	79,632	82,133	90,063	76,892
Inventarios	233,149	187,489	207,410	214,014	193,185
Activos fijos	239,931	244,232	241,656	247,409	247,418
Otros Activos	82,919	105,028	70,311	100,667	106,556
Total Activos	680,249	659,150	664,922	698,882	711,001
Cuentas por Pagar Proveedores	68,808	35,024	41,485	44,269	42,639
Deuda Financiera Total	137,633	132,574	92,477	143,779	145,402
Deuda Financiera Corto Plazo	89,564	58,006	29,834	63,153	65,012
Deuda Financiera Largo Plazo	48,069	74,568	62,643	80,626	78,455
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	1,935
Otros Pasivos	63,205	62,184	91,043	80,384	87,195
Total Pasivos	269,646	229,782	225,005	268,432	275,236
Patrimonio					
Resumen de Resultados					
Ventas	988,082	913,554	927,789	961,155	147,297
Costo de ventas	-787,531	-733,631	-739,257	-769,439	-120,347
Otros ingresos operativos	734	664	734	731	125
Egresos operativos	(135,587)	(132,318)	(120,326)	(122,317)	(19,198)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	65,698	48,269	68,940	70,130	7,877
Ingresos y gastos no operativos neto	37	3,134	-1,720	1,682	331
Gasto Financiero del período	(9,961)	(12,290)	(9,157)	(8,144)	(1,394)
Impuestos a la renta	(15,132.00)	(10,225.00)	(15,624.00)	(19,002.00)	(1,878.00)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	40,743	29,263	42,549	47,018	5,315
Otros resultados integrales	-977	1,502	-400	-2,594	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	39,766	30,765	42,149	44,424	5,315
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	92,830	78,802	100,823	104,515	13,362
(-) Gasto Financiero del período	-9,961	-12,290	-9,157	-8,144	-1,394
(-) Impuesto a la renta del período	-15,132	-10,225	-15,624	-19,002	-1,878
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	67,737	56,287	76,042	77,369	10,090
(-) Variación Capital de Trabajo	-35,643	12,530	15,093	-27,117	33,391
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	32,094	68,817	91,135	50,252	43,481
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	6,251	5,810	3,982	4,371	1,112
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-6,214	-2,676	-5,702	-2,689	-781
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	3,514	1,370	1,835	1,478	17
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-25,400	-12,000	-31,600	-40,000	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-40,586	-26,833	-22,414	-33,667	-3,776
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-30,341	34,488	37,236	-20,255	40,053
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	19,638	-5,059	-40,097	51,464	-335
OTRAS INVERSIONES NETO	1,821	-19,951	23,504	-47,892	502
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-8,882	9,478	20,643	-16,683	40,220
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	33,291	42,769	63,412	46,729	86,950
Indicadores					
Patrimonio Tangible	309,970	340,270	350,969	347,821	342,941
% crecimiento en ingresos operativos	5.0%	-7.5%	1.6%	3.6%	0.2%
MARGEN EBIT (%)	6.6%	5.3%	7.4%	7.3%	5.3%
MARGEN EBITDA (%)	9.4%	8.6%	10.9%	10.9%	9.1%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financier	7.80	5.58	9.30	10.50	8.24
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	9.32	6.41	11.01	12.83	9.59
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	9.32	6.41	11.01	12.83	9.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexi	1.48	1.68	0.92	1.38	1.81
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anua	1.12	1.14	0.29	0.93	0.73
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	25%	24%	17%	25%	25%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.76	0.97	2.55	1.23	0.93
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.36	1.19	3.05	0.80	4.01
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.34)	0.59	1.25	(0.32)	3.70
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.32)	0.25	2.04	(1.08)	3.74



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2019.