

Ecuador
Papel Comercial
Primer seguimiento

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.

Último 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 (agosto)
Activos	698.9	707.7
Ventas	961.2	606.4
Margen EBITDA (%)	10.87%	8.86%
ROE (%) *	10.80%	8.04%
Deuda / capitalización (%)	25.04%	25.73%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.80	0.85
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.32	0.19
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	1.38	1.82
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	1.86	2.41

*Indicador anualizado para agosto-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 mantener 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 con 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 y una inversión en la empresa Toledano que será cubierto con las inversiones temporales que mantiene la empresa y un incremento conservador de la deuda.

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 con su generación.



CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

VI 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
Monto en circulación	47,509,000
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	PICAVALE S.A.
Agente Colocador	ECUABURSÁTIL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas	GB HOLDERS CIA. LTDA.

HECHOS RELEVANTES DEL EMISOR

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 la transferencia de las acciones se realizó 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

La Junta General de Accionistas celebrada el 21 de agosto de 2017, 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 Agropueblo Agricolapueblo 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. Esta operación tuvo un efecto negativo de USD 13.9MM en el patrimonio del emisor.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La estrategia de endeudamiento del gobierno anterior y que se mantuvo durante los dos primeros años de gobierno de Moreno fue agotando sus fuentes mientras caía el precio del petróleo y crecía la incertidumbre en cuanto al nivel real de deuda del país.

Bajo dicho escenario que requería ajustes inminentes, el gobierno firmó la carta de intención con el FMI (11 de marzo de 2019) bajo la modalidad de Facilidad Ampliada, que aplica para países con desequilibrios importantes, que requieren mayor plazo para lograr el ajuste y estabilización.

Es de esperarse que en adelante la economía del país y la dinámica de los distintos sectores giren en torno al nuevo acuerdo y en el nivel en que las propuestas y compromisos se vayan cumpliendo. Será un reto para el gobierno manejar política y socialmente los acuerdos con el FMI y alcanzar consensos en la Asamblea.

El incumplimiento en las metas planteadas podría restringir el flujo de fondos aprobado, lo cual presionaría la liquidez del estado y dispararía ajustes violentos con costos social y económico más altos. En el escenario de incumplimiento de los

acuerdos con el FMI, sería menos probable que el país alcance en tres años metas de crecimiento sanas y sostenibles y que se completen los cambios estructurales necesarios para promover el crecimiento económico en el futuro.

Si los acuerdos se cumplen, el FMI estima que la economía crecería entre un 0.5% y un -0.5% en 2019 (actualmente la previsión del gobierno se acerca a la del FMI). La desaceleración económica estaría fomentada por la reducción del gasto público que según el Ministerio de Finanzas ya ha comenzado. Los recortes se darían principalmente en compras de bienes y servicios, lo que significa una caída en las ventas de empresas que atienden al sector público. El recorte en empleos del sector público no ha sido muy importante: aproximadamente 3,000 despidos en este año. El FMI espera lenta recuperación desde el año 2022. El FMI piensa que Ecuador no tendrá que recurrir a mercados financieros internacionales en 2019 y 2020. Sería suficiente el financiamiento de los multilaterales y los ajustes planteados. Esta perspectiva generó disminución del riesgo país, lo que facilitó la renegociación de la deuda (bonos globales) que vencía en 2020, a plazos más largos. El 17 de junio, se concluyó un canje de bonos de USD 1,175 millones, con plazo al 2029.

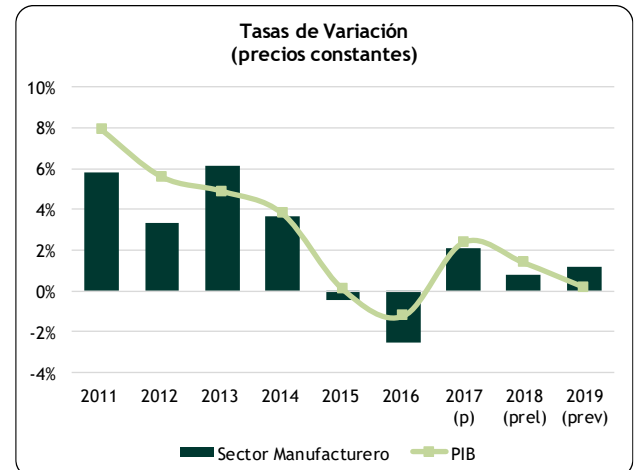
El acuerdo garantiza financiamiento por tres años (4,200MM del FMI y 6,000MM de seis organismos multilaterales) lo que ayudará a suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales, orientadas principalmente a: apuntalar la dolarización, recuperar competitividad del sector real, y promover empleo, fortalecer la protección a los más vulnerables y mejorar la transparencia en la gestión pública.

Como hecho subsecuente a la fecha de corte, se indica que, tras la firma del convenio de financiamiento con el FMI, el Estado emitió el Decreto 883 que eliminaba el subsidio a la gasolina en el país. Sin embargo, a consecuencia de un paro nacional de gran magnitud, el decreto fue derogado el 15 de octubre de 2019 y se espera la emisión de un nuevo decreto que incluya medidas económicas para mayor captación de recursos económicos y su direccionamiento a los sectores más vulnerables.

En base a la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representaría en 2019 el 11.71% del PIB nacional a precios constantes, por lo que se establecería como el sector de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana.

Además, la industria manufacturera es sumamente importante para el país, pues generó el 10.26% de las plazas de trabajo a junio-2019¹. Asimismo, el país registra inversión extranjera directa para este sector, en especial de España y Estados Unidos.

Gráfico 1



(sd): semidefinitivo; (p): provisional; (prel): preliminar por suma de trimestres; (prev): provisional
 Fuente: Banco Central del Ecuador
 Elaboración: BWR

Dentro de esta industria, la elaboración de productos alimenticios registró un crecimiento interanual del Valor Bruto de la Producción de 8.41% a agosto-2019², donde la producción de carne, pescado, frutas, hortalizas, aceites y grasas alcanzó un crecimiento anual de 18.84%.

Por otra parte, el *Plan Toda una Vida* del Gobierno incluye como segundo eje el desarrollo de capacidades productivas y del entorno, para lograr la soberanía alimentaria y el *Buen Vivir* rural. Para ello, las políticas adoptadas incluyen: el impulso de la producción de alimentos, el fortalecimiento del sector agricultor y la promoción del comercio justo.³

Cabe mencionar que la industria alimenticia depende en gran medida de la capacidad de consumo de los hogares, por lo que resulta importante notar que este tuvo una variación trimestral a junio-2019 del -1.4% e interanual del 1%⁴. Por otro lado, es importante destacar que la variación anual del índice de precios al productor (IPP), que en 2018 fue de -1.12% (1.29% a diciembre-2017), llegó a agosto-2019 a 0.80%.

El mercado está regulado por el Gobierno en el proceso de abastecimiento de materias primas, principalmente el maíz, que es esencial para PRONACA, en cuyo caso se busca que la demanda

¹ Presentación coyuntural a septiembre 2019, Banco Central del Ecuador

² <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/produccion-industria-manufacturera/>

³ http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_OK.compressed1.pdf

⁴ Presentación coyuntural a septiembre 2019, Banco Central del Ecuador

local sea atendida en su totalidad por producción nacional, sujeta a la regulación del precio mínimo de sustentación. Por esto, el precio local es más elevado al internacional, 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 1.3MM de toneladas de maíz⁶.

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 Compañía 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 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 fortaleza en comparación a otros emisores que operan en otras industrias.

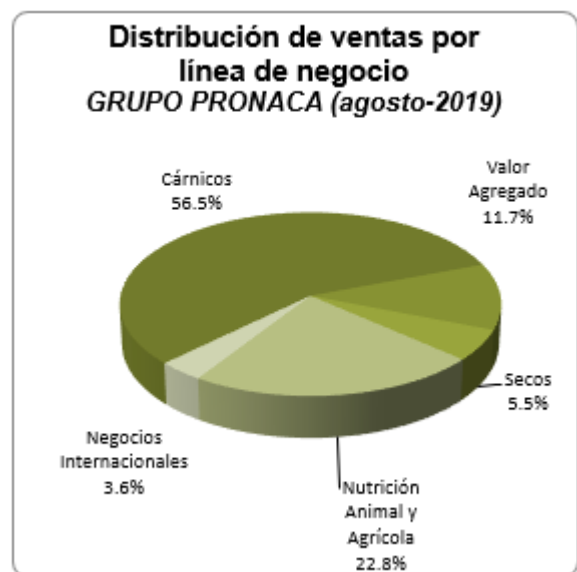
La Superintendencia de Compañías ubicó en 2018 a PRONACA en la undécima posición del ranking empresarial por tamaño de activos⁷, tercera por sus

ingresos y décimo quinta 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 7,522 colaboradores directos, que atienden aproximadamente a 106,368 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 56.5% de las ventas de la Compañía. Este negocio agrupa la comercialización y crianza de aves, cerdos y reces. La línea de Nutrición Animal genera el 22.8% de los ingresos y mediante esta se comercializa alimentos para mascotas y para la industria agrícola. Un 11.7% de las ventas corresponden a la línea de Valor Agregado, línea en que se comercializa embutidos, congelados y productos del mar. El 9.1% restante corresponde a la línea de Secos y Negocios Internacionales.

Gráfico 2



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

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,

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

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

⁷ <https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/>

asequibles en precio para los segmentos de ingreso medio y bajo de la población, estrategia que ha permitido extender la base de clientes, y tener mayor presencia y penetración de mercado.

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 Indirecto Distribuidores Zonales	28.6%
Canal Autoservicios	21.9%
Canal Food Service	19.8%
Canal Tradicional, Aves en Pie, Mercados Populares	27.2%
Canal Industrial	2.1%
Otros	0.5%

Fuente: PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

La empresa se desenvuelve en un mercado competitivo donde sus principales rivales provienen de empresas locales y microempresarios. 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 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, variedad de productos y posicionamiento de marca, que contrarrestan este riesgo. La Compañía mantiene un 20.4% de participación de mercado en la línea de Cárnicos que es su principal línea de negocios. Además, su capacidad instalada y de distribución a nivel nacional funciona como barrera de entrada.

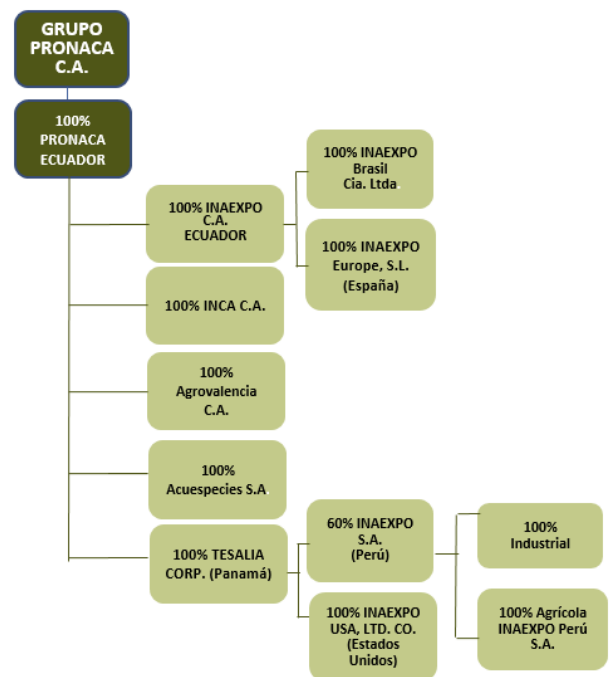
A través de sus subsidiarias, PRONACA ha buscado extender sus actividades productivas y comerciales hacia Estados Unidos, Brasil, Panamá y España. PRONACA C.A. realiza un análisis constante de sus subsidiarias y realiza procesos de desinversión en empresas y proyectos que no alcanzan el punto de equilibrio o que por factores estratégicos y de mercado dejaron de ser convenientes para el Grupo.

Como hecho subsecuente a la fecha de corte, Pronaca anuncia que, en octubre 2019, a través de la empresa de inversiones de sus accionistas, La Estancia, se convirtió en socio mayoritario de la

firma panameña Toledano. Dicha empresa es líder en la industria avícola panameña y mantiene más de 65 años de experiencia y presencia en la mayoría de canales de venta. Cuenta con granjas reproductoras, planta de incubación, planta de alimento y granjas ponedoras. También cuenta con una planta empacadora de huevos, granjas de engorde, plantas procesadoras de aves, planta de alimentos procesados y equipo comercial y administrativo.⁸

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 las 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.



Fuente: Estados financieros Auditados Grupo Pronaca 2018

Actualmente la empresa mantiene operaciones de tipo comercial con sus subsidiarias. PRONACA es generador del 96.55% 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 1.5M) es inmaterial en

⁸ <https://republica.gt/2019/10/07/corporacion-multi-inversiones-panama/>



relación con el flujo positivo de PRONACA. De las subsidiarias actuales, solamente INAEXPO, Tesalia e INCA generan resultados positivos a la fecha de corte.

A agosto-2019 la participación en las subsidiarias representa el 9% de los activos del balance individual de PRONACA.

Grupo PRONACA presentó el Informe de Precios de Transferencia elaborado por TP Consulting que concluye que las transacciones realizadas con partes relacionadas cumplen con el principio de plena competencia. }

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A agosto-2019 el patrimonio de PRONACA C.A. es de USD 423MM, y de este el 94% corresponde a capital social.

La Junta General de Accionistas (JGA) del 20 de marzo de 2019 resolvió por unanimidad aumentar el capital suscrito de la Compañía dentro del autorizado. En dicha junta, se aprobó aumentar el capital de la Compañía en USD 14.7MM. En consecuencia, el capital suscrito y pagado es de USD 400.9MM.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Capital en USD (miles)	% Participación
INDUSTRIA PECUARIA ANDINA HOLDING S.L.	200,482	50.00%
PROTEINAS Y GRANOS ANDINOS HOLDING S.L.	200,482	50.00%
TOTAL	400,963	100.00%

Como se mencionó en la sección de Hechos Relevantes del Emisor, la composición accionarial 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 compraventa 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 25.7% de la capitalización⁹ 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 2018, 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 2019, se definieron USD 30MM como monto de dividendos a pagar a los accionistas. Este monto representó el 66% del resultado generado por el Grupo en el 2018.

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.

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 JGA 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

⁹ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



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, FSCC 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 Vicepresidencia 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 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 de este.

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 agosto-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 actualizadas de los estados financieros individuales y consolidados para el 2019 y 2020. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

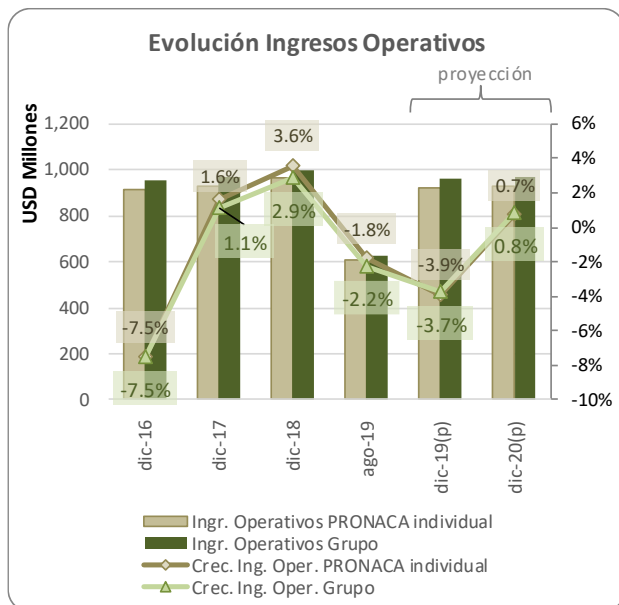
Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información consolidada del Grupo, el cual mantiene la mayoría de los activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

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 se redujeron en dólares un 7.5% en 2016, 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. Con corte diciembre-2017, los ingresos operativos del Grupo mostraron una leve recuperación del 1.15%, impulsada principalmente por mayores ventas en las líneas de Cárnicos y Valor Agregado.

Gráfico 3



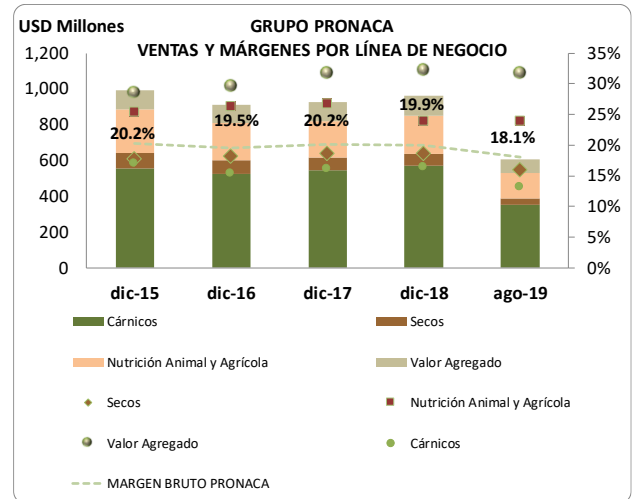
Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales.

Las ventas consolidadas 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.

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. Con corte agosto-2019, las ventas muestran un decrecimiento interanual de 2.24%. Nuestra proyección del 2019 supone un decrecimiento anual de 3.73%, con un nivel de ingresos estimado en USD 957MM, en línea con las expectativas de la

Administración. Esta disminución se debe a menores ingresos de las líneas agrícola y de arroz, negocios de los cuales la Compañía salió durante el 2019 y a una afectación coyuntural en las ventas en dólares en cárnicos. Para finales del 2020, esperamos que los ingresos de PRONACA crezcan un 0.7%.

Gráfico 4



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

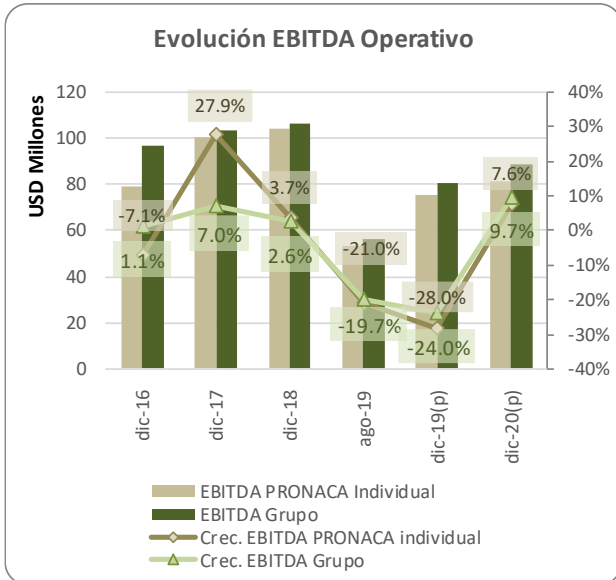
PRONACA maneja un margen bruto relativamente estable y a la fecha de corte este se establece en 18.05%. Esperamos que el margen se ubique en niveles similares hasta el fin de año y mejore a 19% en el 2020. El margen de la Compañía se ha contraído en este año pues ha existido un exceso de oferta de pollos que se espera que se regularice a inicios del 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 volátil desde el año 2015. El mismo fluctúa en línea con las ventas, y la eficiencia operativa. Desde el segundo semestre del 2016, la Compañía ha realizado acciones dirigidas para disminuir el gasto administrativo y comercial. A la fecha de corte, se observa un decrecimiento del EBITDA del 19.67% por una menor generación del negocio y margen bruto presentado frente a agosto-2018. Los egresos operativos son un 1.33% inferiores a los presentados en agosto-2018, no obstante, estos no decrecen en el mismo porcentaje que los ingresos operativos. Para finales del 2019, proyectamos un decrecimiento del EBITDA del 24.01% debido a los menos ingresos proyectados hasta el final de año y un margen más apretado que en años anteriores.

Por otra parte, el ROA y el ROE terminan el 2018 en 7.08% y 11.28% respectivamente. Con corte agosto-2019, estos indicadores se ubican en 5.2% y 8.71% respectivamente.

Gráfico 5



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

Estructura del Balance

ACTIVOS				
ACTIVOS	dic-16	dic-17	dic-18	ago-19
Total Activo Corriente	52%	52%	54%	52%
Fondos Disponibles	3%	2%	2%	1%
Inversiones corto plazo	12%	12%	15%	14%
CxC Comerciales	13%	13%	13%	11%
Inventarios Neto	21%	24%	24%	24%
Gastos anticipados	2%	1%	0%	2%
Total Activo No Corriente	48%	48%	46%	48%
Propiedad, planta y equipo	39%	38%	39%	40%
Inventarios no corrientes	2%	2%	2%	2%
Propiedades de inversión	3%	3%	1%	1%
Activo Financiero no Corriente	1%	1%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	3%	3%	3%	4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO				
PASIVOS	dic-16	dic-17	dic-18	ago-19
Total Pasivo Corriente	19%	19%	21%	24%
Deuda Financiera CP	9%	5%	9%	10%
Deuda Comercial	6%	7%	7%	6%
Otros Pasivos CP	4%	8%	5%	7%
Total Pasivo LP	17%	16%	18%	18%
Deuda Financiera LP	11%	9%	12%	10%
Otros pasivos LP	6%	7%	7%	8%
PATRIMONIO	64%	65%	61%	59%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

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

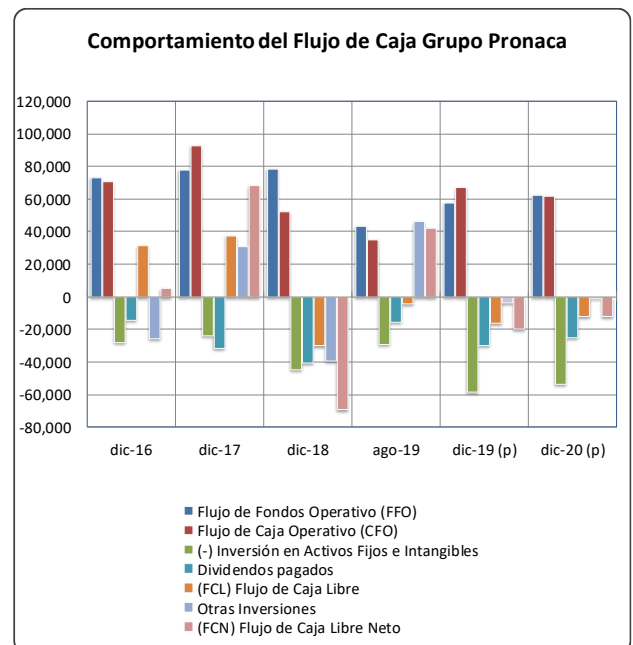
Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

PRONACA ha sido históricamente una empresa generadora de un flujo de caja operativo (CFO) importante en relación con 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, inventarios y financiamiento de clientes.

Con corte agosto-2019, observamos que PRONACA presenta un CFO positivo, aunque ajustado por los requerimientos de capital de trabajo, relacionados principalmente a inventarios y pago de impuestos.

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 6



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

La política de cobro se ubica en 30 días, e históricamente se ha ubicado cerca de los 35 días a

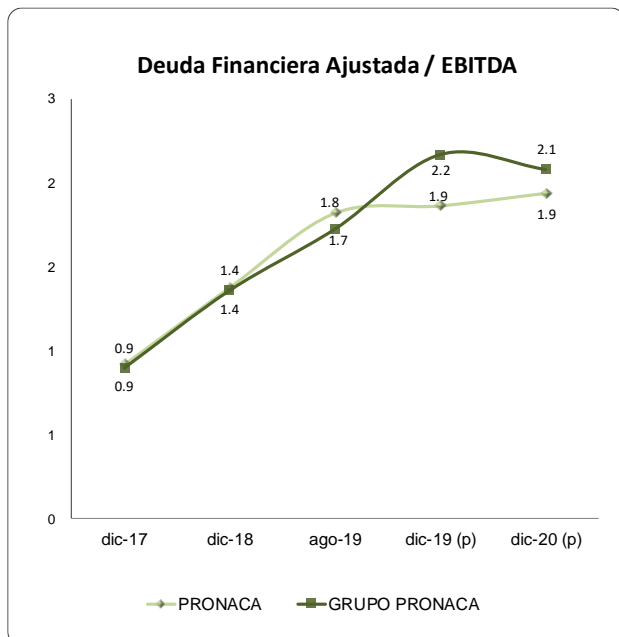
finales del año. Por el lado de las cuentas por pagar, la política es de 30 días.

Respecto al inventario (inventario, activo biológico corriente y no corriente), la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 89 días de ventas. Proyectamos que los días de inventario para finales del 2019 sean cercanos a 81 días.

En relación con las inversiones de capital (CAPEX), observamos que la principal inversión se ha realizado en 2018 por un monto de USD 44.6MM, sin embargo, dentro de los planes de la Administración se encuentra realizar inversiones por USD 58MM 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, inversiones en acciones y el pago de dividendos, por lo que se generará un flujo de caja libre negativo, a cubrirse con inversiones temporales que el Grupo ha acumulado en los últimos años y con un incremento de su deuda financiera.

Gráfico 7



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

Históricamente PRONACA ha mantenido un bajo endeudamiento en relación con 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 1.7 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.

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 dos veces.

El nivel de deuda de la empresa en relación con la generación operativa es compatible con otras empresas calificadas por BWR en el mismo rango de calificación.

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 49.2% 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.

Deuda Financiera: vencimientos y acreedores

GRUPO PRONACA

Corte: Agosto-2019

	Miles USD	%
Vencimiento corriente	73,633	50.8%
Vencimiento a largo plazo	71,290	49.2%
Préstamos locales	79,227	54.7%
Préstamos del exterior	11,760	8.1%
Mercado de valores local	47,509	32.8%
Interés por pagar	453	0.3%
Otros	5,974	4.1%
Deuda Financiera total	144,923	100.0%

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

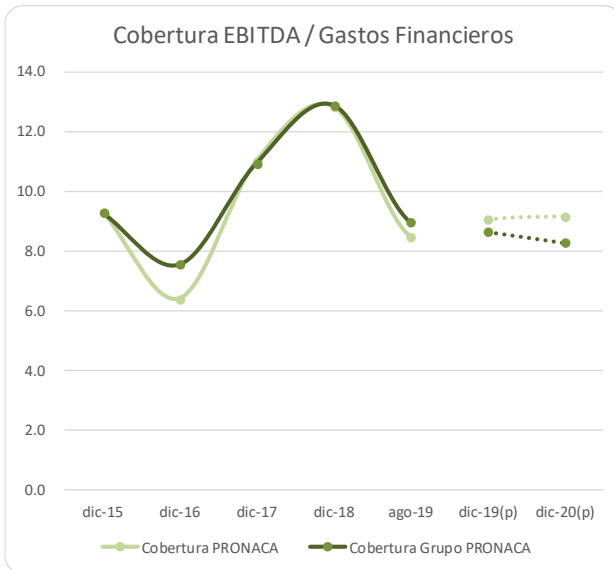
Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente el gasto financiero de la empresa en relación con el 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 agosto-2019, el EBITDA cubre en 8.98 veces el gasto financiero.

Esperamos que esta cobertura se mantenga en el futuro.

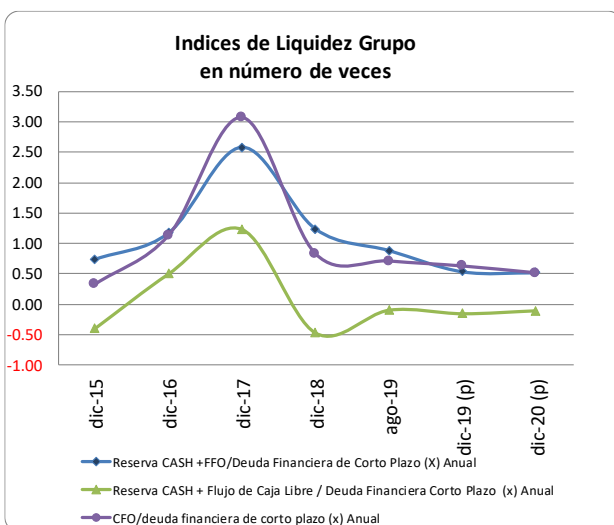
Gráfico 8



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

Si bien las necesidades de caja mensual de la Compañía son 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 planificadas para este año.

Gráfico 9



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

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.

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	ago-19
Activo Ajustado (USD M)	600,497
Activo Total (USD M)	707,710

ago-19				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	76,565	76,565	7.84
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	91,440	168,005	3.57
3era	Deuda sin garantía específica de balance	107,231	275,236	2.18
TOTAL		275,236	275,236	2.18

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 2.18 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 48.4% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 52.4% 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, PRONACA 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.
3. Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre papel comercial 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 agosto-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
mar-19	353,545	170,544	2.07
abr-19	330,766	149,629	2.21
may-19	333,597	152,349	2.19
jun-19	339,461	160,738	2.11
jul-19	360,560	179,060	2.01
ago-19	341,104	161,140	2.12
Promedio semestral			2.12

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

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 11.8% 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	# Dias Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Dias Bursátiles	Presencia Bursátil
mar-19	0	0	0	19	0%
abr-19	0	0	0	21	0%
may-19	0	0	0	20	0%
jun-19	7	13	43,459,000	20	35%
jul-19	0	0	0	23	0%
ago-19	4	4	4,050,000	21	19%

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 titulaciones de flujos y una emisión de obligaciones.

GRUPO PRONACA (Miles de USD)	dic-16	dic-17	dic-18	ago-19	PROYECCIONES BWR	
					dic-19	dic-20
Resumen Balance						
Activo corriente	341,914	348,654	379,874	372,316	317,697	315,093
Activo no corriente	319,382	316,558	319,907	338,932	406,974	435,015
Total Activos	661,296	665,212	699,781	711,248	724,671	750,108
Pasivo corriente	123,300	125,678	146,390	167,675	182,389	194,597
Pasivo no corriente	115,568	106,624	129,446	125,194	121,365	127,953
Total Pasivos	238,868	232,302	275,836	292,869	303,754	322,550
Patrimonio	422,428	432,910	423,945	418,379	420,917	427,558
Resumen de Resultados						
Ventas	955,219	966,514	994,661	628,115	957,731	965,637
Costo de ventas	-768,749	-771,519	-796,334	-514,717	-784,861	-782,166
Otros ingresos operativos	1,259	946	731	502	502	502
Egresos operativos	-140,371	-127,975	-127,900	-82,933	-130,458	-133,067
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	47,358	67,966	71,158	30,967	42,915	50,906
Ingresos y gastos no operativos neto	2,473	-64	2,564	5,718	4,774	4,774
Gasto Financiero del período	-12,800	-9,461	-8,241	-6,378	-9,322	-10,671
Impuesto a la renta	-10,599	-16,043	-11,974	-1,585	-11,395	-13,368
RESULTADO NETO DE LA GESTION	26,432	42,398	48,342	24,445	26,972	26,972
Otros resultados integrales	1,415	279	-2,547	-10	-	-
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	27,847	42,677	45,795	24,435	26,972	31,641
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	96,797	103,527	106,227	57,294	80,719	88,557
(-) Gasto Financiero del período	-12,800	-9,461	-8,241	-6,378	-9,322	-10,671
(-) Impuesto a la renta del período	-10,870	-16,159	-19,455	-7,534	-14,041	-15,874
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	73,127	77,907	78,531	43,382	57,356	62,012
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,625	14,640	-26,119	-8,599	9,824	-526
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	70,502	92,547	52,412	34,783	67,181	61,486
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	5,835	4,412	4,641	8,496	4,774	4,774
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-3,362	-4,476	-2,077	-2,778	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	622	552	796	45	180	180
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-14,259	-31,600	-40,841	-15,641	-30,000	-25,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-28,010	-24,248	-44,610	-28,441	-58,263	-53,598
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	-983	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	31,328	37,187	-29,679	-4,519	-16,128	-12,158
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-4,578	-44,042	51,450	-4,785	21,978	12,338
OTRAS INVERSIONES NETO	-25,957	30,850	-39,648	46,354	-3,715	-180
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	782	-595	0	-1	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1,575	23,400	-17,935	37,049	2,136	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	47,612	71,011	53,075	90,121	55,211	55,211
Indicadores						
Patrimonio Tangible	387,586	402,221	393,702	377,507	332,091	338,149
% crecimiento en ingresos operativos		1.1%	2.9%	-2.2%	-3.7%	0.8%
MARGEN EBIT (%)	5.0%	7.0%	7.2%	4.9%	4.5%	5.3%
MARGEN EBITDA (%)	10.1%	10.7%	10.7%	9.1%	8.4%	9.2%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financier:	6.71	9.23	10.53	7.80	7.15	6.81
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	7.56	10.94	12.89	8.98	8.66	8.30
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	7.56	10.94	12.89	8.98	8.66	8.30
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexit	1.41	0.90	1.36	1.72	2.17	2.08
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.92	0.21	0.86	0.67	1.48	1.45
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	24%	18%	25%	26%	29%	30%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.17	2.58	1.24	0.88	0.53	0.52
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.13	3.06	0.83	0.71	0.63	0.51
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.09	2.25	(1.09)	0.85	(0.19)	(0.10)
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	0.09	2.25	(1.09)	0.85	(0.19)	(0.10)

PRONACA INDIVIDUAL					PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic-16	dic-17	dic-18	ago-19	dic-19	dic-20
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	42,769	63,412	46,729	84,090	53,211	53,211
Cuentas por Cobrar Comerciales	79,632	82,133	90,063	75,738	81,075	74,794
Inventarios	187,489	207,410	214,014	218,344	218,498	218,591
Activos fijos	244,232	241,656	247,409	252,079	277,995	304,235
Otros Activos	105,028	70,311	100,667	77,459	58,048	66,032
Total Activos	659,150	664,922	698,882	707,710	688,827	716,863
Cuentas por Pagar Proveedores	35,024	41,485	44,269	41,945	42,253	42,050
Deuda Financiera Total	132,574	92,477	143,779	146,640	140,177	156,963
Deuda Financiera Corto Plazo	58,006	29,834	63,153	73,286	73,653	92,503
Deuda Financiera Largo Plazo	74,568	62,643	80,626	71,178	64,348	64,460
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	2,176	2,176	0
Otros Pasivos	97,208	132,528	124,653	139,923	124,709	131,043
Total Pasivos	229,782	225,005	268,432	284,387	262,710	288,005
Patrimonio	429,368	439,917	414,426	435,765	426,117	428,858
Resumen de Resultados						
Ventas	913,554	927,789	961,155	606,445	924,511	930,854
Costo de ventas	-733,631	-739,257	-769,439	-498,148	-757,637	-753,991
Otros ingresos operativos	664	734	731	502	-	-
Egresos operativos	-132,318	-120,326	-122,317	-79,426	-127,210	-131,408
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,269	68,940	70,130	29,373	39,665	45,455
Ingresos y gastos no operativos neto	3,134	-1,720	1,682	5,158	5,158	2,855
Gasto Financiero del período	-12,290	-9,157	-8,144	-6,325	-8,313	-8,849
Impuesto a la renta	-9,850	-15,514	-11,509	-1,499	-10,844	-11,720
RESULTADO NETO DE LA GESTION	29,263	42,549	47,018	22,874	25,667	27,741
Otros resultados integrales	1,502	-400	-2,594	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	30,765	42,149	44,424	22,874	25,667	27,741
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	78,802	100,823	104,515	53,747	75,265	81,022
(-) Gasto Financiero del período	-12,290	-9,157	-8,144	-6,325	-8,313	-8,849
(-) Impuesto a la renta del período	-10,225	-15,624	-19,002	-6,937	-9,280	-11,720
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	56,287	76,042	77,369	40,485	57,673	60,453
(-) Variación Capital de Trabajo	12,530	15,093	-27,117	1,136	7,164	-2,604
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	68,817	91,135	50,252	41,621	64,836	57,849
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	5,810	3,982	4,371	8,228	8,228	5,925
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-2,676	-5,702	-2,689	-3,070	-3,070	-3,070
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	1,370	1,835	1,478	2,268	180	180
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-12,000	-31,600	-40,000	-15,641	-30,000	-25,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-26,833	-22,414	-33,667	-23,173	-56,310	-51,845
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	-983	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	34,488	37,236	-20,255	9,250	-16,135	-15,960
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,059	-40,097	51,464	-4,781	-11,188	18,962
OTRAS INVERSIONES NETO	-19,951	23,504	-47,892	32,892	33,806	-3,001
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	9,478	20,643	-16,683	37,361	6,482	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	42,769	63,412	46,729	84,090	53,211	53,211
Indicadores						
Patrimonio Tangible	340,270	350,969	347,821	316,110	328,752	328,929
% crecimiento en ingresos operativos	-7.5%	1.6%	3.6%	-1.8%	-3.9%	0.7%
MARGEN EBIT (%)	5.3%	7.4%	7.3%	4.8%	4.3%	4.9%
MARGEN EBITDA (%)	8.6%	10.9%	10.9%	8.9%	8.1%	8.7%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financier	5.58	9.30	10.50	7.40	7.94	7.83
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.41	11.01	12.83	8.50	9.05	9.16
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	6.41	11.01	12.83	8.50	9.05	9.16
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexi	1.68	0.92	1.38	1.82	1.86	1.94
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anua	1.14	0.29	0.93	0.78	1.16	1.28
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	24%	17%	25%	26%	25%	27%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.97	2.55	1.23	0.83	0.78	0.65
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.19	3.05	0.80	0.85	0.88	0.63
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.59	1.25	(0.32)	0.19	(0.22)	(0.17)
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	0.25	2.04	(1.08)	0.86	0.24	(0.20)



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.