

Ecuador
Papel Comercial
Segundo 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.

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)	2019 (diciembre)	2020 (enero)
Activos	718.6	708.9
Ventas	930.9	72.1
Margen EBITDA (%)	8.63%	11.10%
ROE (%) *	8.33%	8.44%
Deuda / capitalización (%)	23.58%	23.28%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	1.06	2.65
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.14	2.17
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	1.69	1.39
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	2.27	1.77

*Indicador anualizado para enero-2020
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 nuestro criterio de que por el sector al que pertenece y su fortaleza crediticia y de liquidez, Grupo PRONACA y PRONACA de manera individual, tienen una flexibilidad financiera importante, que es una fortaleza en el entorno actual y las condiciones previsibles de mercado.

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. 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. En el complicado entorno de mercado actual, se espera que el sector de alimentos mantenga un mejor desempeño que el promedio de la economía, debido a su demanda inelástica y su naturaleza vital.

Generación operativa presionada con márgenes estables en el tiempo. La empresa se enfrentó en 2019 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. En el 2019, el Grupo realizó una inversión en la empresa Toledano que fue cubierto con las inversiones temporales que este mantiene y un incremento conservador de la deuda. En 2020, se espera el financiamiento de esta con fondos de terceros, por lo que el nivel de deuda tenderá a disminuir.

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. Ante un escenario de menor liquidez en la economía, el emisor podría también reducir sus inversiones de capital y pago de dividendos.

La perspectiva de la calificación es estable bajo los riesgos previsibles a la fecha, sin embargo, esta irá reflejando en el tiempo los escenarios sistémicos, en la medida que afectaran su operación o liquidez.



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	53,829,000
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	PICAVAL S.A.
Agente Colocador	ECUABURSÁTIL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador	DCV- BCE
Rep. Obligacionistas	GB HOLDERS CIA. LTDA.

HECHOS RELEVANTES NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros.

En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo intangible y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento.

Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo.

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período.

Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

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.

El Fondo Monetario Internacional proyecta un decrecimiento de 0.5% para el año 2019 y un crecimiento de 0.2% para el 2020¹, mientras que el Banco Central² prevé un decrecimiento de 0.1% y un crecimiento de 0.69% respectivamente. 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. Además, a lo largo del 2019 se realizó la desvinculación de alrededor de 25mil colaboradores públicos³.

No obstante, las medidas de ajuste requeridas no han sido suficientes para cumplir con los compromisos, debido a la reacción social y al bajo índice de popularidad del Gobierno. Se indica, como hecho subsecuente a la fecha de corte del presente informe, que el FMI canceló la revisión que iba a realizar en marzo, previo al siguiente desembolso de USD 348 millones que sería el 15 de marzo. Esto disparó el riesgo país, que subió al doble en dos días,

¹ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/fmi-redujo-proyeccion-crecimiento-economico-ecuador-2020-1862.html>

² <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1348-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-se-recuperar%C3%A1-07-durante-el-2020>

³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/12/28/nota/7668180/25-mil-despidos-sector-publico-2019>

ubicándose en 3,245 pb el 11 de marzo de 2020.

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 sociales y económicos 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.

Las autoridades ecuatorianas están haciendo lo posible por recuperar la confianza del FMI. Las medidas anunciadas el 10 de marzo de 2020 por el Presidente Moreno se enfocan en la austeridad mediante un recorte presupuestario de 1400 millones de dólares, de esos 800 millones en bienes y servicios y 600 millones en bienes de capital. Además, se eliminarán algunas instituciones y los servidores públicos aportarán de manera temporal un porcentaje de su sueldo. También se anunció un incremento de 0,75% en las retenciones en la fuente de impuesto a la renta en empresas, como en sector bancario, petrolero y telecomunicaciones. Finalmente, se enviará a la Asamblea la propuesta de que aquellos ciudadanos que tengan vehículos avaluados en más de 20 mil dólares paguen una contribución única del 5% sobre el avalúo. Son medidas que ayudarán en este año, pero no son estructurales, por lo cual los ajustes tendrán que seguirse ejecutando en el 2021, año de elecciones presidenciales.

Respecto al brote de la pandemia global del coronavirus (CO-VID19) todavía no se puede estimar su afectación en la economía local, pues es un evento en desarrollo. Sin embargo, la caída del precio del petróleo, la afectación al turismo y el comercio exterior son las primeras afectadas. En próximos seguimientos, se analizará con detalle el impacto a nivel local e internacional.

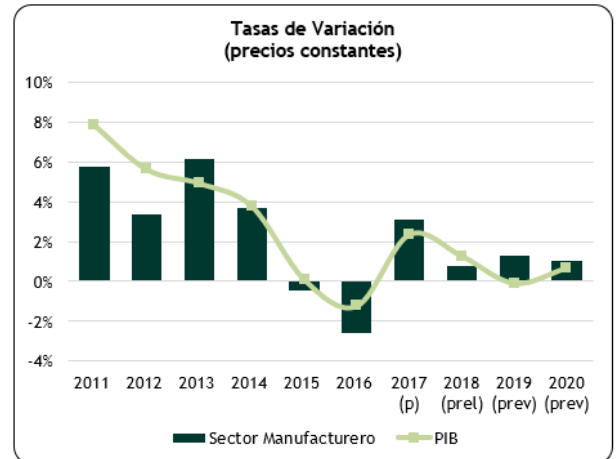
En base a la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representaría en 2019 el 11.80% del PIB nacional a precios constantes, por lo que se establecería como el sector de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana.

Además, la industria manufacturera es sumamente importante para el país, pues generó el 10.32% de las plazas de trabajo a diciembre-2019⁴. Asimismo, el país registra inversión extranjera directa para este sector, en especial de España y Estados Unidos.

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.⁵

Gráfico 1



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

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 interanual del 1.6% respecto al 2018. Por otro lado, es importante destacar que la variación anual del índice de precios al productor (IPP), que en 2019 fue de 1.94%, llegó a 0.82% en febrero-2020. Este es un indicador económico que mide la evolución del nivel general de precios correspondiente al conjunto de bienes producidos para el mercado interno, en un período determinado de tiempo.

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 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 (MAG) fueron de un precio

⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

⁵ http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_0K.compressed1.pdf

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 impurezas⁶. Para el 2019, las autoridades fijaron un precio mínimo de sustentación de USD 15.25.

Para el 2020, se estableció que el precio de sustentación del saco de grano de maíz sea de USD 14.60. Este fue definido en un Consejo Consultivo mediante consenso entre las autoridades del MAG y representantes del sector maicero posterior a un análisis técnico.

Según el MAGAP, de la producción total del maíz amarillo duro, el 75 % va a la industria avícola. En el 2019, la producción nacional de maíz fue de 1 618 519 toneladas sembradas en cerca de 271 000 hectáreas.⁷

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.

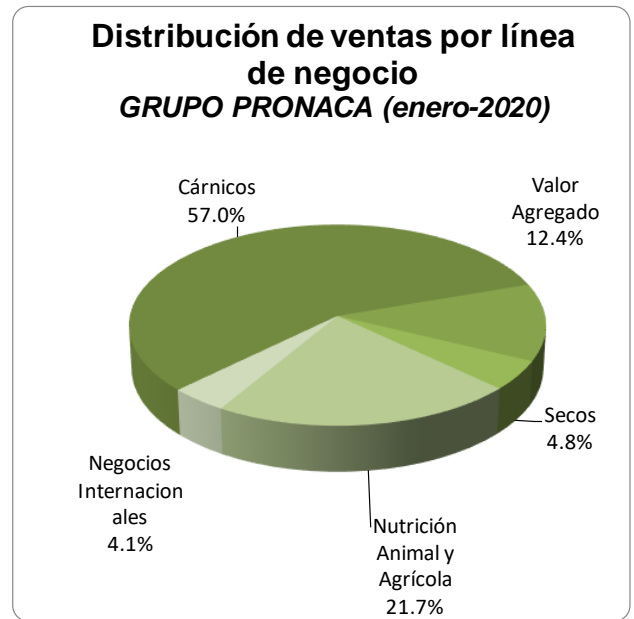
El emisor cuenta con una importante trayectoria en el sector alimenticio y mantiene su posición de líder en su mercado principal. La empresa opera en un mercado de primera necesidad ofreciendo bienes alimenticios de consumo masivo a través de una cartera diversificada y bien posicionada, factores que le otorgan una fortaleza en comparación a emisores que operan en otras industrias.

El Grupo PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial y administrativa importante, conformada por 7,469 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 57% 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 21.7% de los ingresos y mediante esta se comercializa alimentos para mascotas y para la industria agrícola. Un 12.4% de las ventas corresponden a la línea de Valor Agregado, línea en que se comercializa embutidos, congelados y productos del mar. El 8.9% 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, 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.

⁶ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-mag-arroz-maiz-nuevosprecios>

⁷ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/01/10/nota/7684737/s-e-fijo-1460-saco-maiz-amarillo-duro-065-menos-que-2019>

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

CANAL	Porcentaje (%)
Canal Indirecto Distribuidores Zonales	28.2%
Canal Autoservicios	22.7%
Canal Food Service	19.7%
Canal Tradicional, Aves en Pie, Mercados Populares	26.8%
Canal Industrial	2.0%
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 Compañía mantiene un 30% de participación en el mercado de Cárnicos. Además, su capacidad instalada y de distribución a nivel nacional funciona como barrera de entrada.

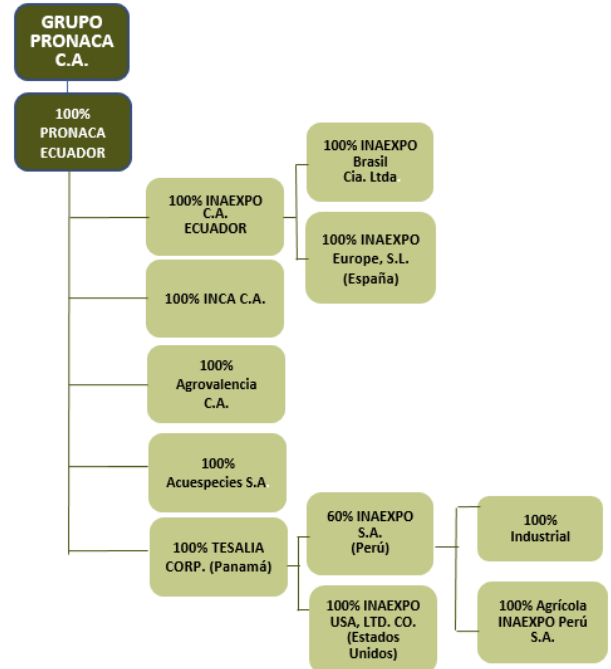
A través de sus subsidiarias, PRONACA ha buscado extender sus actividades productivas y comerciales hacia Estados Unidos, Brasil, Panamá y España. PRONACA C.A. realiza un análisis constante de sus subsidiarias y realiza procesos de desinversión en empresas y proyectos que no alcanzan el punto de equilibrio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

En octubre-2019, Pronaca anunció que, 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 A la fecha de corte, el Grupo mantiene un préstamo otorgado por este concepto que sería cancelado totalmente dentro de este año.

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 2019

Actualmente la empresa mantiene operaciones de tipo comercial con sus subsidiarias. PRONACA es generador del 96.54% de las ventas y aporta con prácticamente la totalidad de los resultados netos del Grupo, además absorbe el 77% del apalancamiento financiero.

La contribución neta de las subsidiarias a la utilidad antes de eliminaciones (USD 3.8MM) es inmaterial en relación con el flujo positivo de PRONACA. De las subsidiarias actuales, solamente INAEXPO y Agrovalencia generan resultados positivos a la fecha de corte.

A enero-2020 la participación en las subsidiarias representa el 9.6% de los activos del balance individual de PRONACA.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A enero-2020 el patrimonio de PRONACA C.A. es de USD 441.1MM, y de este el 91% corresponde a capital social.

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

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%

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.

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.

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 23.3% 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 (JGA), 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 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.

⁹ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



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.

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 para el 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.

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 y 2019. 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 enero-2020.

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 2020 y 2021. 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.

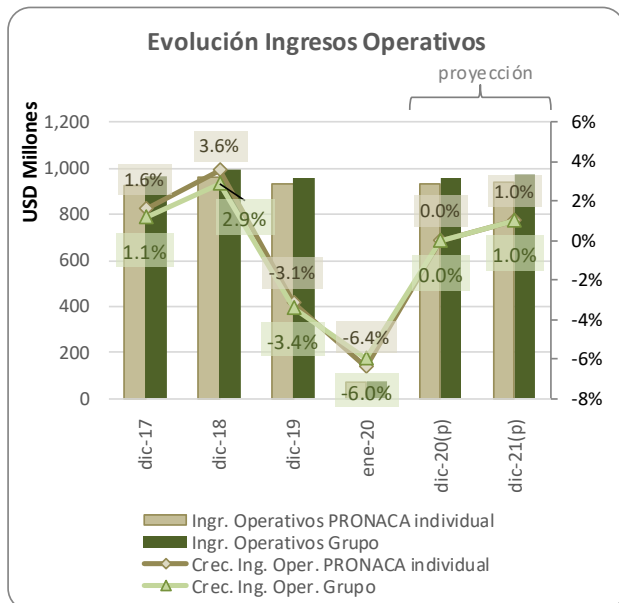
Las ventas de PRONACA en 2017 mostraron una leve recuperación del 1.15%, impulsada principalmente por mayores ventas en las líneas de Cárnicos y Valor Agregado.

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.

En 2019, los ingresos del Grupo mostraron un decrecimiento interanual de 3.42%. Esta disminución se debe a menores ingresos de las líneas agrícola y de arroz, negocios de los cuales la Compañía salió en este año, y a una afectación coyuntural en las ventas en dólares en cárnicos.

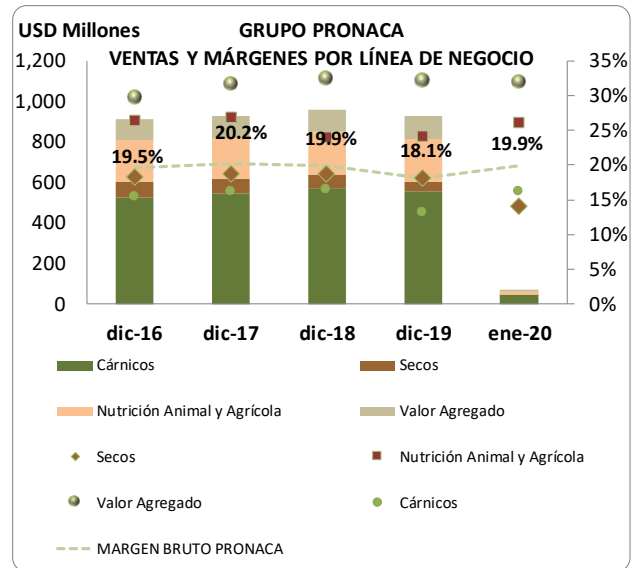
Gráfico 3



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

A la fecha de corte, los ingresos operativos del Grupo decrecen interanualmente en -5.98%, no obstante, esta cifra no refleja el comportamiento anual de las ventas. Nuestra proyección del 2020 supone ventas similares a las generados en 2019 con un nivel de ingresos estimado en USD 960MM, en línea con las expectativas de la Administración. Para finales del 2021, esperamos que los ingresos de PRONACA crezcan un 1%.

Gráfico 4



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

PRONACA maneja un margen bruto relativamente estable y en 2019 este se ubicó en 18.05%. El margen de la Compañía se contrajo en este año pues existió un exceso de oferta de pollos en pie que se espera que se regularice en el primer trimestre del 2020.

A la fecha de corte se observa una recuperación del margen, que llega a 19.87%. Esperamos que el margen se ajuste hasta finales de año y se ubique en 19%.

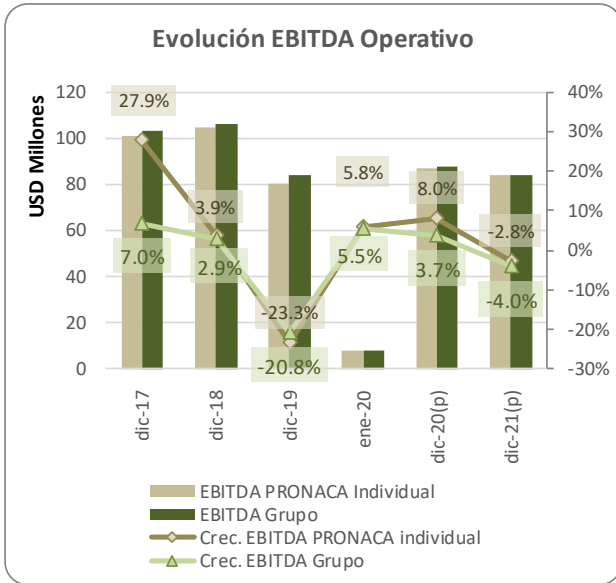
La división de cárnicos aporta con mayor volumen de facturación, pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de la línea de Valor Agregado.

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 viene realizando acciones con el objetivo de disminuir el gasto administrativo y comercial. En 2019, se observa un decrecimiento del EBITDA del 20.79% por una menor generación del negocio y margen bruto presentado frente al 2018. Los egresos operativos incrementaron un 0.7% frente a los del 2018, mientras que los ingresos operativos decrecen un 3.42%.

Para finales del 2020, proyectamos un crecimiento del EBITDA del 3.67% debido principalmente a un mayor margen bruto proyectado.

Por otra parte, el ROA y el ROE terminan el 2019 en 5.14% y 8.72% respectivamente. Con corte enero-2020 estos indicadores se ubican en 5.22% y 9.06% respectivamente.

Gráfico 5



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

Estructura del Balance

ACTIVOS				
ACTIVOS	dic-17	dic-18	dic-19	ene-20
Total Activo Corriente	52%	54%	53%	52%
Fondos Disponibles	2%	2%	6%	2%
Inversiones corto plazo	12%	15%	9%	15%
CxC Comerciales	13%	13%	11%	10%
Inventarios Neto	24%	24%	20%	19%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	6%	6%
Gastos anticipados	1%	0%	1%	1%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	0%
Total Activo No Corriente	48%	46%	47%	48%
Propiedad, planta y equipo	38%	39%	40%	40%
Inventarios no corrientes	2%	2%	2%	2%
Propiedades de inversión	3%	1%	1%	1%
Activo Financiero no Corriente	1%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%
Arrendamientos activados NIIF	0%	0%	1%	1%
Activos Intangibles y Diferidos	3%	3%	3%	3%
Otros activos	0%	0%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO				
PASIVOS	dic-17	dic-18	dic-19	ene-20
Total Pasivo Corriente	19%	21%	28%	27%
Deuda Financiera CP	5%	9%	16%	16%
Deuda Comercial	7%	7%	8%	7%
Otros Pasivos CP	8%	5%	4%	4%
Pasivo por arrendamiento oper.	0%	0%	0%	0%
Total Pasivo LP	16%	18%	15%	15%
Deuda Financiera LP	9%	12%	7%	7%
Otros pasivos LP	7%	7%	7%	7%
Pasivo por arrendamiento oper.	0%	0%	1%	1%
PATRIMONIO	65%	61%	57%	58%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

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

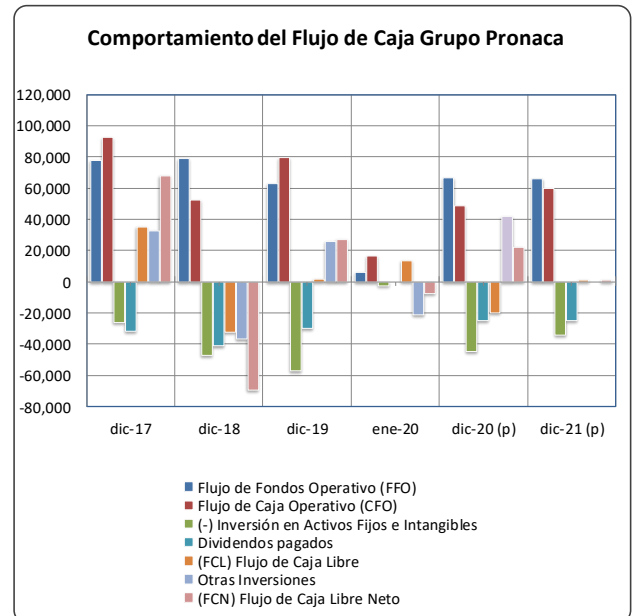
Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

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.

En diciembre-2019, observamos que PRONACA presenta un CFO positivo, que se ve apoyado por la liberación de capital de trabajo, relacionado principalmente a inventarios y cuentas por cobrar comerciales.

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 esta 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.

Los días de cobro promedio se ubican en 32 días, e históricamente se han mantenido cerca de los 33 días a finales del año. Por el lado de las cuentas por pagar, históricamente se han encontrado en 30 días,

sin embargo, las proyecciones de la empresa consideran que hasta finales del 2020 se ubiquen en 26 días.

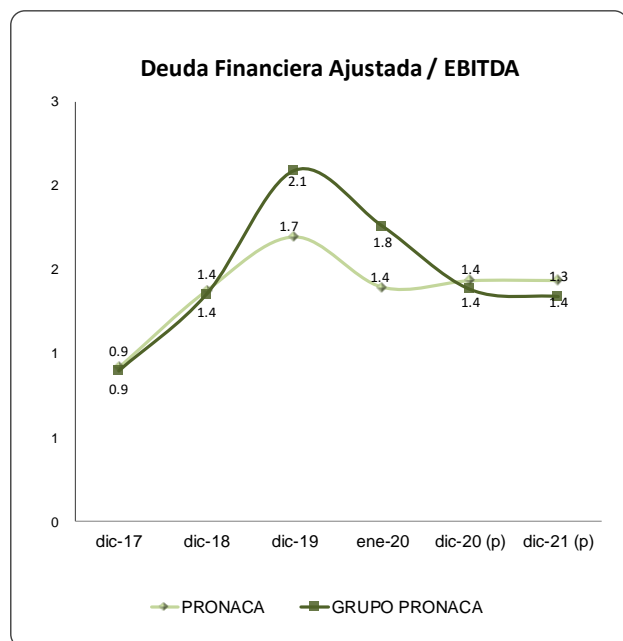
Respecto al inventario (materia prima, producto en proceso y terminado, activo biológico corriente y no corriente), la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 81 días de ventas. Esto principalmente para cubrir eventos coyunturales, como la pandemia COVID-19.

En relación con las inversiones de capital (CAPEX), observamos que la principal inversión se realizó en 2019 por un monto de USD 53MM, que corresponde a crecimiento en operaciones, eficiencia productiva y a inversiones de mantenimiento y reposición. Para el 2020 se espera inversiones en CAPEX por USD 40.6MM que se utilizarán en su mayoría para el mantenimiento de las instalaciones y USD 10MM para incrementar su capacidad instalada.

El CFO del 2019 cubrió los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos con holgura, generando un Flujo de Caja Libre positivo de USD 1.5MM. Para la inversión que se realizó a través de una empresa del Grupo para la adquisición de la empresa Toledano, se requirió la liquidación de inversiones temporales que PRONACA había acumulado en los últimos años e incrementar su deuda financiera.

La Administración indica que, en 2020, se espera el financiamiento de esta con fondos de terceros, por lo que el nivel de deuda tenderá a disminuir.

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 2.5 veces. En 2019 el mismo fue de 2.09 veces a nivel de grupo y a la fecha de corte se ubica en 1.76 veces. El bajo endeudamiento neto pone de manifiesto la flexibilidad financiera de la empresa y del Grupo 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 31.4% 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.

Como hecho subsecuente, cabe mencionar que el 27 de febrero de 2020 la Compañía efectuó el pago anticipado del crédito que mantenía al 31 de diciembre-2019 con la Corporación Andina de Fomento por USD 1.8MM.

Deuda Financiera: vencimientos y acreedores

GRUPO PRONACA

Corte: Enero-2020

	Miles USD	%
Vencimiento corriente	119,150	68.6%
Vencimiento a largo plazo	54,616	31.4%
Préstamos locales	70,067	40.3%
Préstamos del exterior	48,733	28.0%
Mercado de valores local	53,829	31.0%
Interés por pagar	626	0.4%
Otros	511	0.3%
Deuda Financiera total	173,766	100.0%

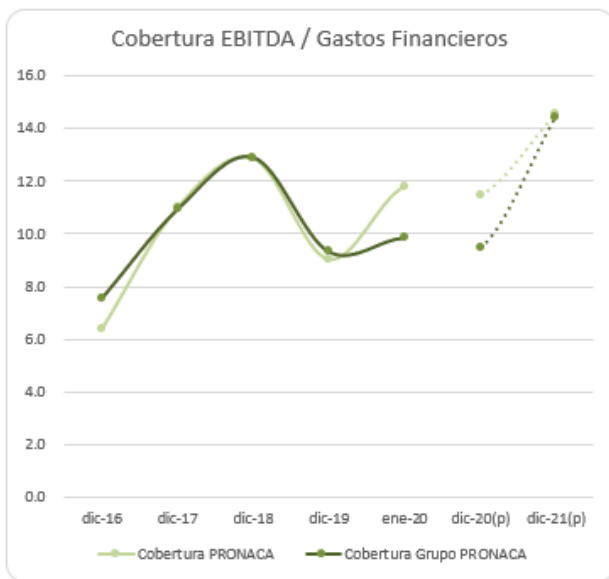
Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

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 (12.9 veces en 2018 y 9.33 veces en 2019). Con corte enero-2020, el EBITDA cubre en 9.85 veces el gasto financiero. Esperamos que esta cobertura se mantenga en el futuro.

Gráfico 8



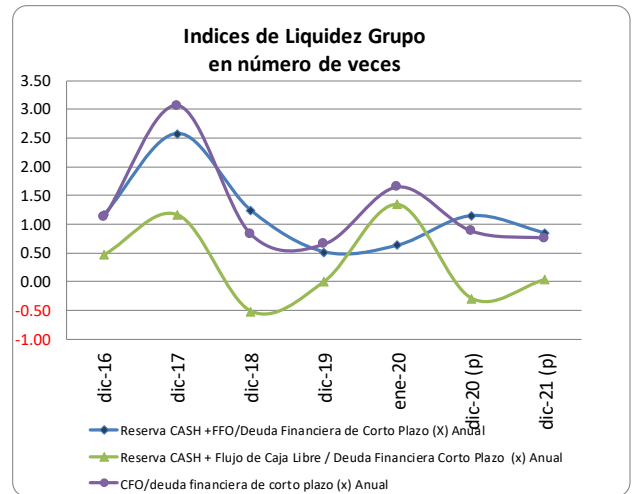
Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Si bien las necesidades de caja mensual de la Compañía se ubican 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.

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 9



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas 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	ene-20
Activo Ajustado (USD M)	611,140
Activo Total (USD M)	708,893

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	73,841	73,841	8.28
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	79,167	153,008	3.99
3era	Deuda sin garantía específica de balance	114,712	267,720	2.28
TOTAL		267,720	267,720	2.28

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

La presente emisión tiene garantía general, por lo cual está respaldada por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 2.28 veces con los activos ajustados. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.



Los activos que respaldan el VI 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 45.3% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 54.7% 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. Este indicador a la fecha de corte se ubica en 2.48 veces según el cálculo enviado por el emisor.
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 enero-2020 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
ago-19	341,104	161,140	2.12
sep-19	330,565	155,593	2.12
oct-19	335,732	161,959	2.07
nov-19	341,531	175,712	1.94
dic-19	329,925	168,407	1.96
ene-20	322,516	159,722	2.02
Promedio semestral			2.04

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

Por último, cabe indicar que el emisor mantendría al colocar totalmente el VII programa de papel comercial y el vigente, un saldo agregado de USD 120MM, que representa el 28% de su patrimonio, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 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
ago-19	3	21	3,050,000	21	14%
sep-19	1	21	205,000	21	5%
oct-19	2	22	1,115,000	22	9%
nov-19	1	20	1,000,000	20	5%
dic-19	0	0	0	20	0%
ene-20	0	0	0	22	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-17	dic-18	dic-19	ene-20	PROYECCIONES BWR	
					dic-20	dic-21
Resumen Balance						
Activo corriente	348,654	379,874	398,747	393,132	304,114	287,902
Activo no corriente	316,558	319,907	359,728	359,772	375,597	381,269
Total Activos	665,212	699,781	758,475	752,904	679,711	669,171
Pasivo corriente	125,678	146,390	212,912	205,117	115,100	120,980
Pasivo no corriente	106,624	129,446	110,142	111,532	125,734	105,945
Total Pasivos	232,302	275,836	323,054	316,649	240,834	226,925
Patrimonio	432,910	423,945	435,421	436,256	438,877	442,246
Resumen de Resultados						
Ventas	966,514	994,661	960,613	74,689	960,613	970,219
Costo de ventas	-771,519	-796,334	-787,252	-59,845	-778,097	-785,877
Otros ingresos operativos	946	731	763	55	502	502
Egresos operativos	-127,975	-127,900	-128,774	-9,733	-133,925	-139,282
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	67,966	71,158	45,350	5,166	49,094	45,562
Ingresos y gastos no operativos neto	-64	2,564	9,092	-167	601	601
Gasto Financiero del período	-9,461	-8,241	-9,037	-839	-9,217	-5,808
Impuesto a la renta	-16,043	-11,974	-5,862	-7,628	-12,022	-11,985
RESULTADO NETO DE LA GESTION	42,398	48,342	37,451	3,289	28,456	28,456
Otros resultados integrales	279	(2,547)	2,650	3	-	-
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	42,677	45,795	40,101	3,292	28,456	28,370
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	103,527	106,484	84,345	8,265	87,439	83,907
(-) Gasto Financiero del período	-9,461	-8,241	-9,037	-839	-9,217	-5,808
(-) Impuesto a la renta del período	-16,159	-19,455	-12,264	-1,061	-12,022	-11,985
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	77,907	78,788	63,044	6,365	66,200	66,114
(-) Variación Capital de Trabajo	14,640	-26,376	16,731	10,027	-17,482	-6,628
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	92,547	52,412	79,775	16,392	48,718	59,486
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	4,412	4,641	10,144	840	1,653	1,653
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-4,476	-2,077	-1,052	-1,007	-1,052	-1,052
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	552	224	-176	-1	102	102
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-31,600	-40,841	-30,000	0	-25,000	-25,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-24,248	-45,699	-55,970	-2,725	-43,528	-32,928
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,788	-1,235	-1,216	-72	-1,216	-1,216
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	35,399	-32,575	1,505	13,427	-20,323	1,045
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-44,042	51,450	31,442	-1,974	-80,389	-19,891
OTRAS INVERSIONES NETO	32,638	-36,752	25,689	-21,255	41,974	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	-595	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	23,400	-17,935	58,636	-9,802	-58,738	-18,846
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	71,011	53,075	111,712	101,910	52,974	34,127
Indicadores						
Patrimonio Tangible	402,221	393,702	354,767	355,373	401,356	405,881
% crecimiento en ingresos operativos	1.1%	2.9%	-3.4%	-6.0%	0.0%	1.0%
MARGEN EBIT (%)	7.0%	7.2%	4.7%	6.9%	5.1%	4.7%
MARGEN EBITDA (%)	10.7%	10.7%	8.8%	11.1%	9.1%	8.6%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financier	9.23	10.56	7.98	8.59	8.18	12.38
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	10.94	12.92	9.33	9.85	9.49	14.45
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	10.94	12.92	9.33	9.85	9.49	14.45
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexit	0.90	1.36	2.09	1.76	1.10	0.90
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.21	0.86	0.77	0.73	0.49	0.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	18%	25%	29%	29%	18%	15%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.58	1.24	0.52	0.64	2.19	1.86
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.06	0.83	0.66	1.65	1.61	1.67
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	2.25	(1.09)	0.23	(0.79)	0.72	0.03
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	2.25	(1.09)	0.23	(0.79)	0.72	0.03

PRONACA INDIVIDUAL						PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	ene-20	dic-20	dic-21
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	42,769	63,412	46,729	99,542	94,742	50,488	30,718
Cuentas por Cobrar Comerciales	79,632	82,133	90,063	79,815	70,565	81,519	80,978
Inventarios	187,489	207,410	214,014	194,952	185,236	221,727	224,095
Activos fijos	244,232	241,656	247,409	268,273	269,101	299,914	327,090
Otros Activos	105,028	70,311	100,667	76,023	89,249	60,684	60,038
Total Activos	659,150	664,922	698,882	718,605	708,893	714,332	722,918
Cuentas por Pagar Proveedores	35,024	41,485	44,107	61,001	51,518	56,320	57,109
Deuda Financiera Total	132,574	92,477	143,941	135,983	133,859	122,197	119,755
Deuda Financiera Corto Plazo	58,006	29,834	63,153	80,313	78,543	56,355	79,122
Deuda Financiera Largo Plazo	74,568	62,643	80,788	54,970	54,616	65,142	39,933
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	700	700	700	700
Otros Pasivos	97,208	132,528	124,491	142,599	134,561	145,461	153,939
Total Pasivos	229,782	225,005	268,432	277,882	267,720	266,958	272,994
Patrimonio	429,368	439,917	414,426	423,323	440,723	447,374	449,924
Resumen de Resultados							
Ventas	913,554	927,789	961,155	930,913	72,107	927,076	940,069
Costo de ventas	-733,631	-739,257	-769,439	-764,134	-57,820	-750,932	-761,456
Otros ingresos operativos	664	734	731	763	55	-	-
Egresos operativos	-132,318	-120,326	-122,317	-123,364	-9,309	-128,299	-132,532
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,269	68,940	70,130	44,178	5,033	47,846	46,081
Ingresos y gastos no operativos neto	3,134	-1,720	1,682	8,443	-422	5,020	-172
Gasto Financiero del período	-12,290	-9,157	-8,144	-8,887	-679	-7,844	-6,718
Impuesto a la renta	-9,850	-15,514	-11,509	-5,332	-7,131	-13,372	-11,640
RESULTADO NETO DE LA GESTION	29,263	42,549	47,018	36,288	3,101	31,651	27,551
Otros resultados integrales	1,502	-400	-2,594	2,610	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	30,765	42,149	44,424	38,898	3,101	31,651	27,551
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	78,802	100,823	104,772	80,365	8,003	85,289	83,524
(-) Gasto Financiero del período	-12,290	-9,157	-8,144	-8,887	-679	-7,844	-6,718
(-) Impuesto a la renta del período	-10,225	-15,624	-19,002	-11,681	-1,023	-12,818	-11,640
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	56,287	76,042	77,626	59,797	6,301	64,628	65,167
(-) Variación Capital de Trabajo	12,530	15,093	-27,374	25,531	11,020	-21,100	-4,666
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	68,817	91,135	50,252	85,328	17,321	43,529	60,500
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	5,810	3,982	4,371	9,580	487	6,154	962
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-2,676	-5,702	-2,689	-1,137	-909	-1,134	-1,134
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	1,370	1,835	904	-3,304	-1	102	102
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-12,000	-31,600	-40,000	-30,000	0	-25,000	-25,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-26,833	-22,414	-34,432	-48,396	-2,644	-56,745	-52,280
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,691	-1,777	-1,235	-1,209	-72	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	32,797	35,459	-22,829	10,862	14,182	-33,095	-16,850
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,059	-40,097	51,464	-8,658	-2,124	-13,786	-2,442
OTRAS INVERSIONES NETO	-18,260	25,281	-45,318	50,609	-16,858	-2,174	-478
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	9,478	20,643	-16,683	52,813	-4,800	-49,054	-19,770
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	42,769	63,412	46,729	99,542	94,742	50,488	30,718
Indicadores							
Patrimonio Tangible	340,270	350,969	347,821	340,426	343,420	341,903	346,694
% crecimiento en ingresos operativos	-7.5%	1.6%	3.6%	-3.1%	-6.4%	-0.5%	1.4%
MARGEN EBIT (%)	5.3%	7.4%	7.3%	4.7%	7.0%	5.2%	4.9%
MARGEN EBITDA (%)	8.6%	10.9%	10.9%	8.6%	11.1%	9.2%	8.9%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financier	5.58	9.30	10.53	7.73	10.28	9.24	10.70
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.41	11.01	12.86	9.04	11.79	10.87	12.43
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.41	11.01	12.86	9.04	11.79	10.87	12.43
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexi	1.68	0.92	1.37	1.69	1.39	1.43	1.43
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anua	1.14	0.29	0.93	0.45	0.41	0.84	1.07
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	24%	17%	25%	24%	23%	21%	21%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.97	2.55	1.23	0.74	0.96	1.15	0.82
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.19	3.05	0.80	1.06	2.65	0.77	0.76
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.57	1.19	(0.36)	0.14	2.17	(0.59)	(0.21)
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)	0.77	(0.41)	(0.63)	(0.22)



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 con 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 con 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 2020.