

Ecuador  
Papel Comercial  
Calificación inicial

Procesadora Nacional de Alimentos C.A.  
PRONACA

## Calificación:

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
VIII 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.

### Definición de la calificación:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

## Resumen Financiero

(USD Millones)	2019 (diciembre)	2020 (mayo)
Activos	718.6	745.2
Ventas	930.9	328.9
Margen EBITDA (%)	8.63%	10.01%
ROE (%) *	8.33%	4.64%
Deuda / capitalización (%)	24.03%	24.46%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	1.07	0.66
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.17	0.33
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	1.73	1.84
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	2.33	2.34

\*Indicador anualizado para mayo-2020  
Fuente: EEFF PRONACA C.A. individuales  
Elaboración: BWR

### Contactos:

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

Andrea Coronel  
(5932) 226 9767 ext. 108  
[acoronel@bwratings.com](mailto:acoronel@bwratings.com)

## Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de **AAA al VIII 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 enfrenta a la fecha de corte a un escenario de contracción en sus ventas, debido a las condiciones macroeconómicas del país y el contexto de la pandemia COVID-19 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 financiera.

**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

VIII Programa de Papel Comercial	
Emisor	Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA
Clase	A
Monto Programa	20,000,000
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
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	ECUABURSÁTIL CASA DE VALORES S.A.
Agente Colocador	ECUABURSÁTIL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador	DCV-BCE
Rep. Obligacionistas	BONDHOLDER REPRESENTATIVE

## 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 propagación del virus COVID-19 nacido en Wuhan-China a finales de 2019 ha tenido fuertes impactos sobre la economía mundial, hábitos de consumo y estilo de vida de la población. El alto nivel de propagación y el desconocimiento de cómo tratar a los infectados ha obligado a los jefes de estado a tomar medidas estrictas como el confinamiento y paralización de actividades no prioritarias para evitar el crecimiento exponencial de contagios y con ello la saturación de los sistemas de salud e incremento de víctimas mortales.

La crisis ha tenido una afectación importante en la producción, empleo y consumo global. En el mes de junio, el FMI empeoró la estimación de la contracción que tendrá en 2020 la economía mundial a -4.9%, debido a un impacto mayor de lo previsto de la pandemia en la actividad del primer semestre del año. En 2021 se espera una recuperación de 5.4%, que podría variar dependiendo de la evolución del virus. En el caso de Ecuador, el Banco Central del Ecuador estima que la economía se contraerá entre 7.27% y 9.59%.

El crecimiento del país ya se venía desacelerando desde el 2018 debido a la imposibilidad del Gobierno de mantener el gasto público ante una caída del precio del petróleo y restricciones en el financiamiento externo. Antes del inicio de la crisis producida por el COVID-19, el país ya tenía desafíos importantes, ya que el incumplimiento de los compromisos de ajuste fiscal ponía en riesgo los desembolsos planificados en función de la carta de intención con el FMI firmada el 11 de marzo de 2019, que garantizaba financiamiento por tres años (USD 4,200MM del FMI y USD 6,000MM de seis organismos multilaterales) para suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales. Actualmente dicho acuerdo se encuentra en revisión.

El confinamiento obligatorio que inició en marzo-2020 y que se ha ido flexibilizando poco a poco ha tenido un impacto significativo en la mayoría de las actividades económicas, aunque las áreas de alimentación, salud y las industrias de exportación pudieron seguir produciendo. Adicionalmente, el desplome del precio del petróleo tiene un impacto directo para Ecuador, tanto en su balanza comercial como en el presupuesto general del Estado, que fue construido con base en un precio promedio estimado de USD 51 por barril. Según el Ministro de Energía y Recursos Renovables, por cada dólar que

baja el precio Ecuador pierde USD 500,000 por día. El Gobierno prevé una reducción en la balanza comercial petrolera de USD 3242 millones. A esto se suma la rotura a inicios de abril de un tramo tanto del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) como del OCP, que provocó la paralización de los dos sistemas de bombeo de crudo y derivados por un mes.

En marzo el Gobierno optó por el pago de USD 324MM de capital de los bonos 2020, pero se acogió al periodo de gracia de los intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030 para así aliviar el flujo de caja temporalmente por USD 200 millones. El pago de la deuda externa se efectuó con la finalidad de no vulnerar las fuentes de financiamiento futuras. Fitch Ratings disminuyó la calificación a “default restringido” tras el acuerdo de diferimiento de la deuda externa estatal. Hasta agosto de este año el Gobierno deberá negociar el refinanciamiento de su deuda externa.

En esta coyuntura, el país ha recibido créditos de varios multilaterales como el FMI, Banco Mundial, CAF y BID, así como del Gobierno de China. No obstante, al momento el financiamiento externo parece insuficiente frente a las necesidades emergentes del país. Se espera que el país reciba USD 5,319 millones en créditos externos en este año, de los cuales ya ha recibido USD 1,637 millones hasta mayo, y realiza gestiones para conseguir unos USD 2,400 millones en créditos de dos instituciones chinas hasta fin de año<sup>1</sup>.

Una vez que se restaure la actividad productiva, es de esperarse que la economía del país y la velocidad de recuperación de los distintos sectores giren en torno al acceso a financiamiento externo. En esta línea, será fundamental la estrategia del gobierno en cuanto a la renegociación de la deuda externa y los acuerdos nacionales que se consigan para evitar pugnas que agravarían la crisis, esto dentro de un contexto de elecciones presidenciales próximas.

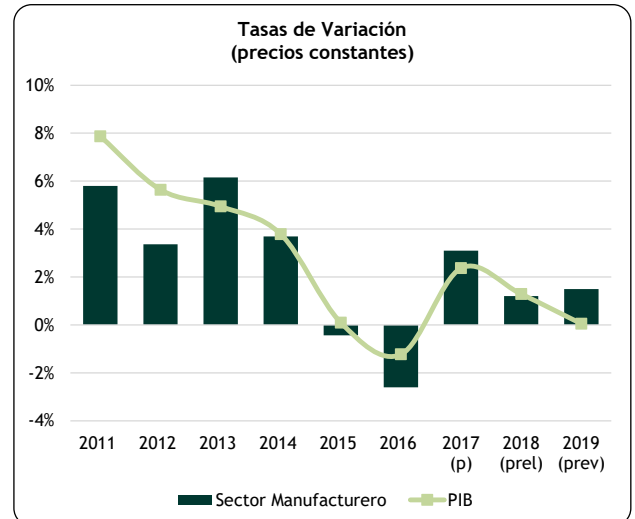
En base a la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representaría en 2019 el 11.80% del PIB nacional a precios constantes, por lo que se establecería como el sector de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana.

Además, la industria manufacturera es sumamente importante para el país, pues generó el 10.32% de las plazas de trabajo a diciembre-2019<sup>2</sup>. 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.<sup>3</sup>

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 -0.12%, llegó a -3% en junio-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

<sup>1</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/finanzas-cinco-mil-millones-multilaterales-este-ano-deuda/>

<sup>2</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

<sup>3</sup> [http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL\\_0K.compressed1.pdf](http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_0K.compressed1.pdf)

para la importación de sustitutos como trigo y el contrabando desde países vecinos.

El precio de sustentación agrícola que se estableció para el 2019 por el Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) fue 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.<sup>4</sup>

**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.

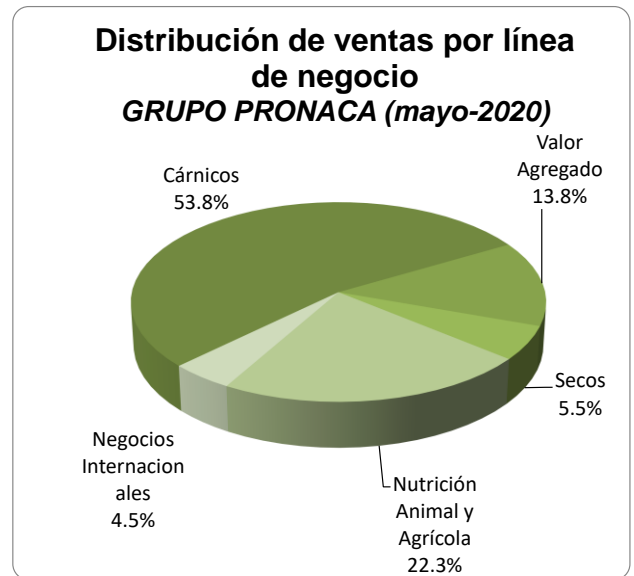
El emisor cuenta con una importante trayectoria en el sector alimenticio y mantiene su posición de líder en su mercado principal. La empresa opera en un mercado de primera necesidad ofreciendo bienes alimenticios de consumo masivo a través de una cartera diversificada y bien posicionada, factores que 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 7,498 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 53.8% 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 22.3% de los ingresos y mediante esta se comercializa alimentos para mascotas y para la industria agrícola. Un 13.8% de las ventas corresponden a la línea de Valor Agregado, línea en que se comercializa embutidos, congelados y productos del mar. El 10.1% restante 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.

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

<sup>4</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/01/10/nota/7684737/s-e-fijo-1460-saco-maiz-amarillo-duro-065-menos-que-2019>

CANAL	Porcentaje (%)
Canal Indirecto Distribuidores Zonales	27%
Canal Autoservicios	29%
Canal Food Service	14%
Canal Tradicional, Aves en Pie, Mercados Populares	26%
Canal Industrial	3%
Otros	1%

Fuente: PRONACA C.A. Datos a mayo-2020  
Elaboración: BWR.

Es importante mencionar que la distribución a cadenas hoteleras, turísticas, restaurantes y pollo en pie (mercados) se ha visto limitada por la emergencia sanitaria que se enfrenta a nivel mundial. No obstante, las ventas a través de autoservicios y distribuidores zonales se ha incrementado.

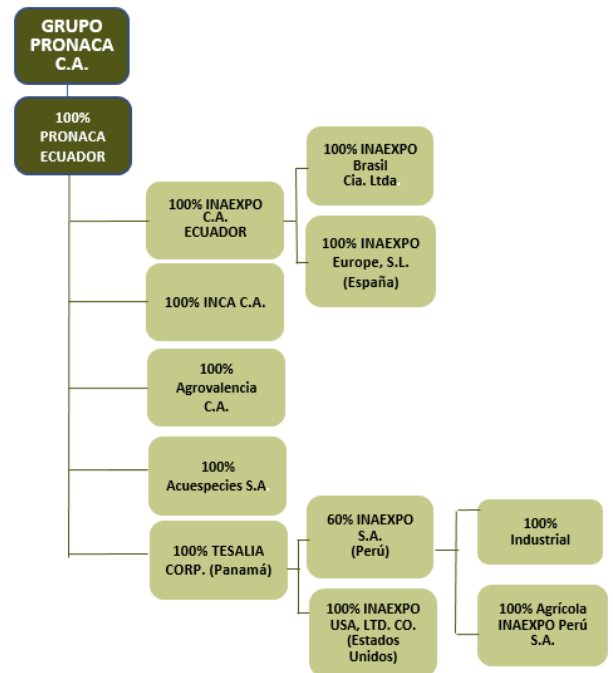
La empresa se desenvuelve en un mercado competitivo donde sus principales rivales provienen de empresas locales y microempresarios. En cuanto a productos sustitutos y directos que compiten con los de PRONACA, existen diversas alternativas de distintas calidades y marcas dependiendo de la línea de negocios 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.<sup>5</sup> A la fecha de corte, el Grupo mantiene un préstamo otorgado por este concepto que sería cancelado totalmente durante el 2020.

**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 96.46% de las ventas y aporta con prácticamente la totalidad de los resultados netos del Grupo, además absorbe el 78% del apalancamiento financiero.

La contribución neta de las subsidiarias a la utilidad antes de eliminaciones (USD 648M) es inmaterial en relación con el flujo positivo de PRONACA. De las subsidiarias actuales, solamente INAEXPO, Tesalia y Agrovalencia generan resultados positivos a la fecha de corte.

A mayo-2020 la participación en las subsidiarias representa el 9.1% de los activos del balance individual de PRONACA.

<sup>5</sup> <https://republica.gt/2019/10/07/corporacion-multi-inversiones-panama/>



## ACCIONISTAS Y SOPORTE

A mayo-2020 el patrimonio de PRONACA C.A. es de USD 449.3MM, y de este el 89.2% 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%
<b>TOTAL</b>	<b>400,963</b>	<b>100.00%</b>

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 24.5% de la capitalización<sup>6</sup> 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. 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.

En el 2020, aún no se ha confirmado un monto de dividendos a repartir por los accionistas y se espera

que su pago se realice en el último trimestre del año pues la Compañía ha definido como política resguardar su liquidez frente a la pandemia mundial COVID-19.

## 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 entre sus funciones se encuentran: 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. En marzo-2020, el señor John Bakker asumió el puesto de Presidente Ejecutivo por un periodo de tres años;

<sup>6</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



cuenta con una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector.

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 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 2020 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 mayo-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

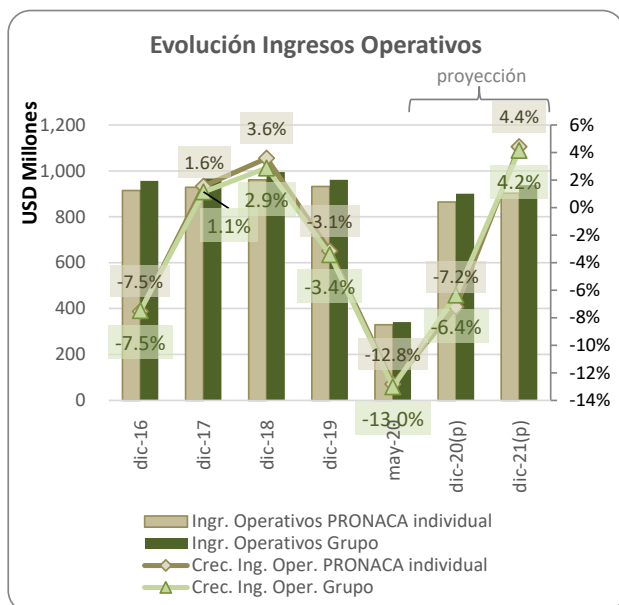
PRONACA es una empresa que históricamente ha mostrado una generación operativa positiva y un margen relativamente estable, que se da gracias a

sus estrategias comerciales, la diversificación de productos y la eficiencia de sus canales de distribución.

Las ventas 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. En 2019, los ingresos del Grupo mostraron un decrecimiento interanual de 3.53%. Esta disminución se debió 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.

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.

Gráfico 3



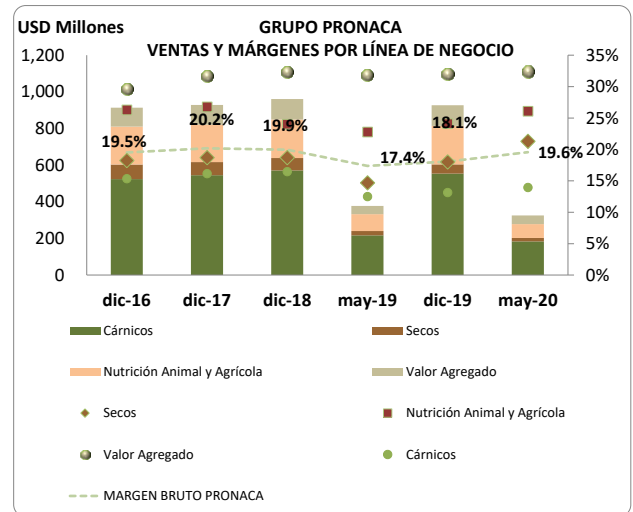
Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales.

A la fecha de corte, los ingresos operativos del Grupo decrecen interanualmente en -13%, como consecuencia de las menores ventas a causa de la pandemia. La contracción de ventas proviene principalmente de menores ingresos de la línea de cárnicos y nutrición animal, y agrícola; estas dos líneas son las principales generadoras de ingresos para la Compañía.

Nuestra proyección del 2020 supone un decrecimiento en ventas del 6.24% con un nivel de ingresos estimado en USD 899MM, en línea con las expectativas de la Administración. Para finales del

2021, esperamos que los ingresos de PRONACA crezcan un 4.2%.

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 18.07%. La contracción del margen de la Compañía en dicho año se dio por un exceso de oferta de pollos en pie.

A la fecha de corte se observa una recuperación del margen, que llega a 19.56%. Esperamos que el margen se ajuste hasta finales de año y se ubique en 17.88%.

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.

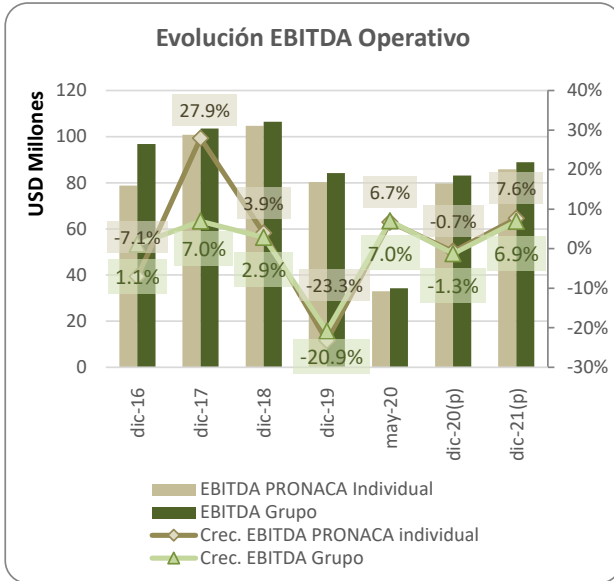
El EBITDA muestra una tendencia volátil desde el año 2015. El mismo fluctúa en línea con las ventas, y la eficiencia operativa. En 2019, se observa un decrecimiento del EBITDA del 20.86% por una menor generación del negocio y margen bruto presentado frente al 2018. Los egresos operativos incrementaron un 0.7% frente a los del 2018, mientras que los ingresos operativos decrecen un 3.42%. Con corte mayo-2020, el EBITDA crece un 7%, a pesar del mayor decrecimiento en ventas, esto principalmente por una disminución del 4.7% de los egresos operativos y un mejor margen frente al presentado el año anterior.

Para finales del 2020, proyectamos un decrecimiento del EBITDA del 1.26% debido principalmente a un mejor control de los gastos operativos pues la Compañía se encuentra realizando acciones con el objetivo de disminuir el gasto administrativo y comercial.

Por otra parte, el ROA y el ROE terminaron el 2019 en 5.14% y 8.72% respectivamente. Con corte mayo-

2020 estos indicadores se ubican en 5.05% y 2.87% 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	dic-19	may-20
Total Activo Corriente	52%	52%	54%	53%	54%
Fondos Disponibles	3%	2%	2%	6%	3%
Inversiones corto plazo	12%	12%	15%	9%	14%
CxC Comerciales	13%	13%	13%	11%	9%
Inventarios Neto	21%	24%	24%	20%	21%
Gastos anticipados	2%	1%	0%	1%	2%
Total Activo No Corriente	48%	48%	46%	47%	46%
Propiedad, planta y equipo	39%	38%	39%	40%	38%
Inventarios no corrientes	2%	2%	2%	2%	2%
Propiedades de inversión	3%	3%	1%	1%	0%
Activo Financiero no Corriente	1%	1%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	3%	3%	3%	4%	4%
Otros activos	0%	0%	0%	1%	1%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
PASIVO Y PATRIMONIO					
PASIVOS	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20
Total Pasivo Corriente	19%	19%	21%	28%	30%
Deuda Financiera CP	9%	5%	9%	16%	17%
Deuda Comercial	6%	7%	7%	8%	9%
Otros Pasivos CP	4%	8%	5%	4%	4%
Total Pasivo LP	17%	16%	18%	15%	13%
Deuda Financiera LP	11%	9%	12%	7%	6%
Otros pasivos LP	6%	7%	7%	7%	7%
PATRIMONIO	64%	65%	61%	57%	56%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

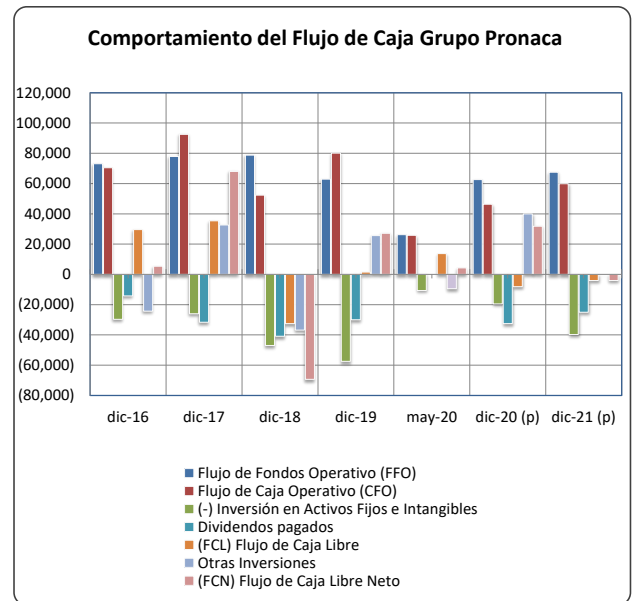
Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.  
Elaboración: BWR

### 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.

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.

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

hasta finales 2020, se espera el financiamiento de esta con fondos de terceros.

Para el 2020, esperamos que el CFO se ajuste debido a mayores requerimientos de capital de trabajo por inventarios y financiamiento de clientes.

Los días de cobro promedio se ubican históricamente cerca de los 33 días a finales del año. Sin embargo, las proyecciones de la empresa consideran que hasta finales del 2020 se ubiquen en 42 días como consecuencia del aplazamiento de pagos que han solicitado sus clientes debido a la emergencia sanitaria.

Por el lado de las cuentas por pagar, históricamente se han encontrado en 30 días, aunque la proyección considera 40 días en promedio hasta finales de año pues se ha negociado con sus principales proveedores para con esto compensar el financiamiento de sus clientes.

Respecto al inventario (materia prima, producto en proceso y terminado, activo biológico corriente y no corriente), la empresa espera mantener un nivel de 85 días de inventario. 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 16MM que se utilizarán en su mayoría para el mantenimiento de las instalaciones y USD 10MM para reponer su capacidad instalada.

En el 2021 se espera inversiones en CAPEX por USD 36MM que se utilizarán en su mayoría para el mantenimiento de las instalaciones y para incrementar su capacidad instalada.

El CFO del 2020 no cubriría la totalidad de los requerimientos de CAPEX y si la empresa opta por repartirse los dividendos aún no declarados pero considerados en la proyección del emisor se generaría un Flujo de Caja Libre negativo de USD 8.5MM, que será financiado con nueva deuda.

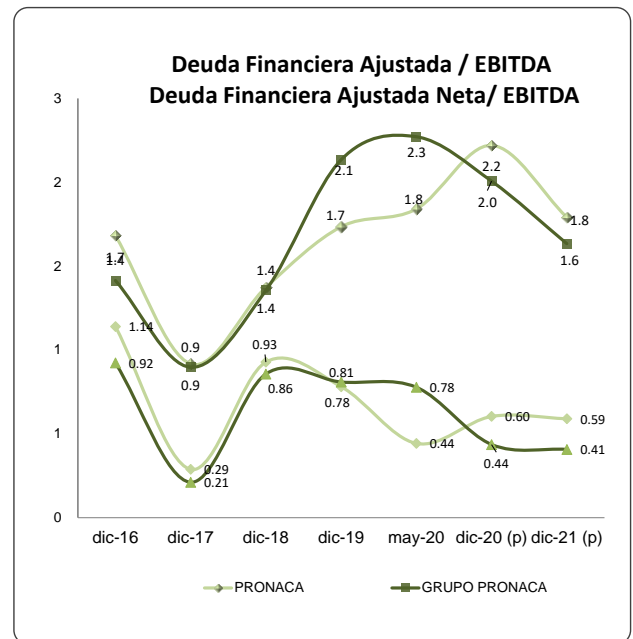
Históricamente PRONACA ha mantenido un bajo endeudamiento en relación con su capacidad de generación. El indicador de Deuda Financiera Ajustada / EBITDA ha sido generalmente cerca a las 2 veces. En 2019 el mismo fue de 2.09 veces a nivel de grupo y a la fecha de corte se ubica en 2.27 veces. No obstante, al considerar la deuda neta de caja y equivalentes esta relación mejora a 0.78 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. 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 y debajo de 1 vez al considerar la deuda neta de efectivo.

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.

**Gráfico 7**



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

La deuda financiera del Grupo está diversificada en créditos provenientes de 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 25.8% 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.

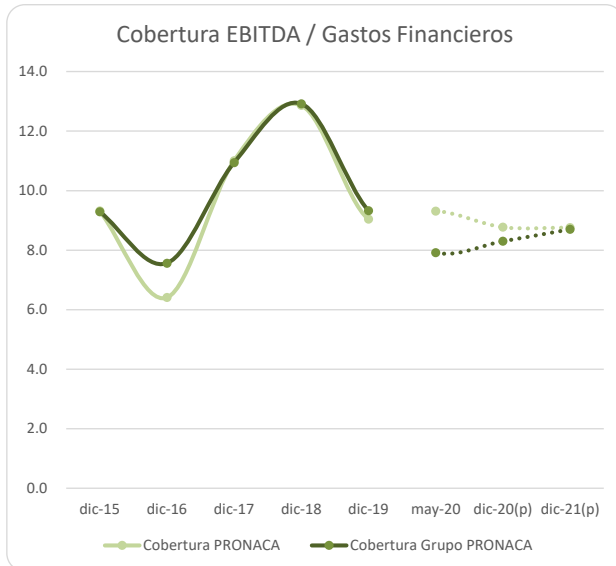
**Capacidad de Pago y Liquidez**

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 mayo-2020, el EBITDA cubre en 8 veces el gasto financiero, esperamos que esta cobertura se mantenga hasta finales de año.

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. Es importante mencionar que por el contexto de la pandemia, la Compañía maneja como estrategia de liquidez mantener al menos USD 100MM como caja e inversiones temporales para hacer frente a eventos no esperados, como fue la pandemia COVID-19.

El riesgo de refinanciamiento de la empresa es bajo, considerando tanto los recursos líquidos que mantiene el emisor, como 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	may-20
Activo Ajustado (USD M)	637,622
Activo Total (USD M)	745,241

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	71,379	71,379	8.93
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	81,235	152,614	4.18
3era	Deuda sin garantía específica de balance	143,299	295,913	2.15
<b>TOTAL</b>		<b>295,913</b>	<b>295,913</b>	<b>2.15</b>

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.

En la declaración juramentada del emisor, este se compromete a mantener en todo momento activos libres de gravamen, correspondientes a 24 millones en cuentas por cobrar y 36 millones de inventarios. Las cuentas por cobrar a clientes que respaldan el papel comercial no incluyen cuentas por cobrar a compañías relacionadas. Respecto a los inventarios, se indica en el informe auditado del emisor, que para reconocer pérdidas por obsolescencia o deterioro se realiza rebajas porcentuales en función de la rotación de inventario de acuerdo con la posibilidad real de venta.

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 2.15 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.

De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.



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 54% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 46% 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 LA EMISIÓN CALIFICADA

Para el VIII Programa de Papel Comercial que se analiza en este estudio, PRONACA C.A. se obliga a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1) entendiéndose como activos reales a aquellos activos que puedan ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de *activos depurados* sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a uno punto veinte y cinco.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones.

De acuerdo con la Resolución 548-2019-V emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los activos depurados se entienden como el total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

De acuerdo con la declaración juramentada del emisor, la cobertura del 80% de los activos depurados sobre el monto de la emisión es de 18.81 veces.

Por último, cabe indicar que el emisor mantendría al colocar totalmente este programa y el vigente, un saldo agregado de USD 80MM, que representa el 18% 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

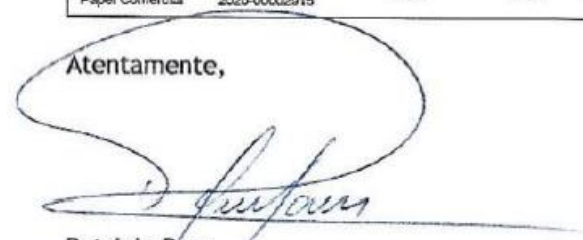
El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

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 siete programas de papel comercial, dos titularizaciones de flujos y una emisión de obligaciones.

A la fecha de corte de este análisis, PRONACA mantiene la siguiente emisión vigente en el mercado de valores:

Tipo Instrumento	Resolución aprobatoria	Última Calificación	Calificadora	Fecha Comité
VII Programa de Papel Comercial	SCVS-IRQ-DRMIV-2020-00002915	AAA	BWR	09/07/2020

Atentamente,



Patricio Baus  
Gerente General

PRONACA INDIVIDUAL (Miles de USD)						PROYECCIONES BWR	
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20	dic-20	dic-21
<b>Resumen Balance</b>							
Caja y Equivalentes de Caja	42,769	63,412	46,729	99,542	110,531	129,000	103,194
Cuentas por Cobrar Comerciales	79,632	82,133	90,063	79,815	66,968	95,704	104,912
Inventarios	187,489	207,410	214,014	194,952	206,976	210,602	214,243
Activos fijos	244,232	241,656	247,409	268,273	267,706	259,171	270,196
Otros Activos	105,028	70,311	100,667	76,023	93,060	73,607	69,998
<b>Total Activos</b>	<b>659,150</b>	<b>664,922</b>	<b>698,882</b>	<b>718,605</b>	<b>745,241</b>	<b>768,085</b>	<b>762,543</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	35,024	41,485	44,107	61,001	70,019	76,730	85,842
Deuda Financiera Total	132,574	92,477	143,941	139,407	145,501	177,185	153,869
Deuda Financiera Corto Plazo	58,006	29,834	63,153	80,313	94,340	126,165	106,974
Deuda Financiera Largo Plazo	74,568	62,643	80,788	54,970	47,037	46,895	46,895
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	4,124	4,124	4,124	0
Otros Pasivos	97,208	132,528	124,491	142,599	154,536	163,578	176,123
<b>Total Pasivos</b>	<b>229,782</b>	<b>225,005</b>	<b>268,432</b>	<b>277,882</b>	<b>295,913</b>	<b>336,639</b>	<b>329,992</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>429,368</b>	<b>439,917</b>	<b>430,450</b>	<b>440,723</b>	<b>449,328</b>	<b>431,446</b>	<b>432,551</b>
<b>Resumen de Resultados</b>							
Ventas	913,554	927,789	961,155	930,913	328,946	864,590	902,964
Costo de ventas	(733,631)	(739,257)	(769,439)	(764,134)	(264,692)	(708,279)	(735,791)
Otros ingresos operativos	664	734	731	763	260	-	-
Egresos operativos	-132,318	-120,326	-122,317	-123,364	-46,556	-113,495	-118,262
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>48,269</b>	<b>68,940</b>	<b>70,130</b>	<b>44,178</b>	<b>17,958</b>	<b>42,817</b>	<b>48,911</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	3,134	-1,720	1,682	8,443	-3,138	-2,579	722
Gasto Financiero del período	(12,290)	(9,157)	(8,144)	(9,202)	(3,670)	-9,096	-9,808
Impuesto a la renta	(9,850)	(15,514)	(16,650)	(7,131)	(2,542)	-7,866	-10,952
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>29,263</b>	<b>42,549</b>	<b>47,018</b>	<b>36,288</b>	<b>8,608</b>	<b>23,275</b>	<b>28,873</b>
Otros resultados integrales	1,502	-400	-2,594	2,610	-3	0	0
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>30,765</b>	<b>42,149</b>	<b>44,424</b>	<b>38,898</b>	<b>8,605</b>	<b>23,275</b>	<b>28,873</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>							
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>78,802</b>	<b>100,823</b>	<b>104,772</b>	<b>80,365</b>	<b>32,937</b>	<b>79,814</b>	<b>85,909</b>
(-) Gasto Financiero del período	-12,290	-9,157	-8,144	-8,887	-3,536	-9,096	-9,808
(-) Impuesto a la renta del período	-10,225	-15,624	-19,002	-11,681	-3,470	-8,727	-10,952
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>56,287</b>	<b>76,042</b>	<b>77,626</b>	<b>59,797</b>	<b>25,931</b>	<b>61,990</b>	<b>65,149</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	12,530	15,093	-27,374	25,897	37	-17,263	-8,689
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>68,817</b>	<b>91,135</b>	<b>50,252</b>	<b>85,694</b>	<b>25,968</b>	<b>44,728</b>	<b>56,460</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	5,810	3,982	4,371	9,580	2,680	627	722
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-2,676	-5,702	-2,689	-1,137	-5,818	-3,206	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	1,370	1,835	1,478	-174	515	102	102
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-12,000	-31,600	-40,000	-30,000	0	-32,553	-27,769
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-26,833	-22,414	-33,667	-48,739	-10,093	-16,210	-36,129
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,691	-1,777	-1,235	-1,209	-190	-2,016	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>32,797</b>	<b>35,459</b>	<b>-21,490</b>	<b>14,015</b>	<b>13,062</b>	<b>-8,528</b>	<b>-6,614</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,059	-40,097	51,464	-8,658	6,094	37,777	-19,192
OTRAS INVERSIONES NETO	-18,260	25,281	-46,657	47,457	-8,167	208	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>9,478</b>	<b>20,643</b>	<b>-16,683</b>	<b>52,814</b>	<b>10,989</b>	<b>29,457</b>	<b>-25,806</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>42,769</b>	<b>63,412</b>	<b>46,729</b>	<b>99,542</b>	<b>110,531</b>	<b>129,000</b>	<b>103,194</b>
<b>Indicadores</b>							
Patrimonio Tangible	340,270	350,969	347,821	340,426	341,709	324,146	327,526
% crecimiento en ingresos operativos	-7.5%	1.6%	3.6%	0.0%	-12.8%	-7.2%	4.4%
MARGEN EBIT (%)	5.3%	7.4%	7.3%	4.7%	5.5%	5.0%	5.4%
MARGEN EBITDA (%)	8.6%	10.9%	10.9%	8.6%	10.0%	9.2%	9.5%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.58	9.30	10.53	7.73	8.33	7.82	7.64
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.41	11.01	12.86	9.04	9.31	8.77	8.76
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.41	11.01	12.86	9.04	9.31	8.77	8.76
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.68	0.92	1.37	1.73	1.84	2.22	1.79
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.14	0.29	0.93	0.50	0.44	0.60	0.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	24%	17%	25%	24%	24%	29%	26%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.97	2.55	1.23	0.74	0.66	0.49	0.61
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.19	3.05	0.80	1.07	0.66	0.35	0.53
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	(0.34)	0.17	0.33	(0.07)	(0.06)
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	0.12	(0.07)	(0.06)

GRUPO PRONACA						PROYECCIONES	
(Miles de USD)						BWR	
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20	dic-20	dic-21
<b>Resumen Balance</b>							
Activo corriente	341,914	348,654	379,874	398,747	428,599	397,283	387,215
Activo no corriente	319,382	316,558	319,907	359,728	360,038	355,520	366,864
<b>Total Activos</b>	<b>661,296</b>	<b>665,212</b>	<b>699,781</b>	<b>758,475</b>	<b>788,637</b>	<b>752,803</b>	<b>754,079</b>
Pasivo corriente	123,300	125,678	146,390	212,912	240,277	223,799	215,452
Pasivo no corriente	115,568	106,624	129,446	110,142	103,667	102,128	107,103
<b>Total Pasivos</b>	<b>238,868</b>	<b>232,302</b>	<b>275,836</b>	<b>323,054</b>	<b>343,944</b>	<b>325,926</b>	<b>322,555</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>422,428</b>	<b>432,910</b>	<b>423,945</b>	<b>435,421</b>	<b>444,693</b>	<b>426,877</b>	<b>431,524</b>
<b>Resumen de Resultados</b>							
Ventas	955,219	966,514	994,661	959,515	341,030	899,812	937,297
Costo de ventas	(768,749)	(771,519)	(796,334)	(786,154)	(274,328)	-738,932	-766,086
Otros ingresos operativos	1,259	946	731	763	260	502	502
Egresos operativos	(140,371)	(127,975)	(127,900)	(128,774)	(48,633)	-116,709	-121,310
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>47,358</b>	<b>67,966</b>	<b>71,158</b>	<b>45,350</b>	<b>18,329</b>	<b>44,673</b>	<b>50,403</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	2,473	-64	2,564	9,092	-1,956	-2,527	722
Gasto Financiero del período	(12,800)	(9,461)	(8,241)	(9,363)	(4,469)	-10,023	-10,224
Impuesto a la renta	(10,599)	(16,043)	(17,139)	(7,628)	(2,648)	-8,115	-11,254
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>26,432</b>	<b>42,398</b>	<b>48,342</b>	<b>37,451</b>	<b>9,256</b>	<b>24,009</b>	<b>24,009</b>
Otros resultados integrales	1,415	279	(2,547)	2,650	16	-	-
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>27,847</b>	<b>42,677</b>	<b>45,795</b>	<b>40,101</b>	<b>9,272</b>	<b>24,009</b>	<b>29,647</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>							
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>96,797</b>	<b>103,527</b>	<b>106,484</b>	<b>84,275</b>	<b>34,249</b>	<b>83,215</b>	<b>88,945</b>
(-) Gasto Financiero del período	-12,800	-9,461	-8,241	-9,037	-4,326	-10,023	-10,224
(-) Impuesto a la renta del período	(10,870)	(16,159)	(19,455)	(12,264)	(3,643)	-10,582	-11,254
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>73,127</b>	<b>77,907</b>	<b>78,788</b>	<b>62,974</b>	<b>26,280</b>	<b>62,611</b>	<b>67,468</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,625	14,640	-26,376	17,097	-452	-16,208	-7,575
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>70,502</b>	<b>92,547</b>	<b>52,412</b>	<b>80,071</b>	<b>25,828</b>	<b>46,402</b>	<b>59,893</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	5,835	4,412	4,641	10,144	3,906	726	722
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-3,362	-4,476	-2,077	-1,052	-5,862	-3,253	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	622	552	224	-176	534	102	102
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-14,259	-31,600	-40,841	-30,000	0	-32,553	-25,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-28,010	-24,248	-45,699	-56,193	-10,504	-19,526	-39,746
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,691	-1,788	-1,235	-1,216	-214	0	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>29,637</b>	<b>35,399</b>	<b>-32,575</b>	<b>1,578</b>	<b>13,688</b>	<b>-8,102</b>	<b>-4,030</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-4,578	-44,042	51,450	31,442	6,853	-12,890	-17,522
OTRAS INVERSIONES NETO	-24,266	32,638	-36,752	25,618	-9,454	39,957	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	782	-595	0	0	0	0	0
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>1,575</b>	<b>23,400</b>	<b>-17,935</b>	<b>58,638</b>	<b>11,087</b>	<b>18,965</b>	<b>-21,551</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>47,612</b>	<b>71,011</b>	<b>53,075</b>	<b>111,712</b>	<b>122,802</b>	<b>130,677</b>	<b>109,126</b>
<b>Indicadores</b>							
Patrimonio Tangible	387,586	402,221	393,702	354,767	354,734	386,088	393,095
% crecimiento en ingresos operativos	-7.5%	1.1%	2.9%	-3.5%	-13.0%	-6.2%	4.2%
MARGEN EBIT (%)	5.0%	7.0%	7.2%	4.7%	5.4%	5.0%	5.4%
MARGEN EBITDA (%)	10.1%	10.7%	10.7%	8.8%	10.0%	9.2%	9.5%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financier	6.71	9.23	10.56	7.97	7.07	7.25	7.60
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	7.56	10.94	12.92	9.33	7.92	8.30	8.70
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	7.56	10.94	12.92	9.33	7.92	8.30	8.70
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexit	1.41	0.90	1.36	2.13	2.27	2.01	1.63
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.92	0.21	0.86	0.81	0.78	0.44	0.41
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	24%	18%	25%	29%	30%	28%	25%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.17	2.58	1.24	0.52	0.47	0.54	0.69
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.13	3.06	0.83	0.66	0.46	0.40	0.61
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)	0.23	0.07	0.27	(0.04)
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)	0.23	0.07	0.27	(0.04)



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.