

Ecuador
Papel Comercial
Segundo seguimiento

Procesadora Nacional de Alimentos C.A.
PRONACA

Calificación:

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
VII 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.

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 (noviembre)
Activos	718.6	743.1
Ventas	930.9	728.8
Margen EBITDA (%)	8.63%	9.20%
ROE (%) *	8.33%	4.56%
Deuda / capitalización (%)	24.03%	23.97%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	1.07	0.38
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.17	0.20
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	1.73	1.98
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	2.33	2.54

*Indicador anualizado para noviembre-2020

Fuente: EEFF PRONACA C.A. individuales

Elaboración: BWR

Contactos:

Carlos Ordoñez, 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 VII 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.

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

VII Programa de Papel Comercial	
Emisor	Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00002915
Fecha de Aprobación SCVS	13-abr-20
Clase	A
Monto Programa	60,000,000
Monto en circulación	60,000,000
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Fecha Vencimiento Programa	3-abr-22
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.

HECHOS RELEVANTES DE LA INSTITUCIÓN

- BID Invest otorgó un financiamiento de USD 45MM en el mes de diciembre-2020 a la compañía Procesadora Nacional de Alimentos (Pronaca) y a La Estancia Investment Holding. La transacción permitirá a las empresas financiar inversiones de capital en Ecuador y su proceso de internacionalización mediante la adquisición de Productos Toledano S.A. en Panamá.
- En el primer trimestre del 2021, se dará la fusión por absorción por parte de la compañía PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS C.A. PRONACA, en calidad de absorbente, con la compañía INCUBADORA NACIONAL C.A. INCA, en calidad de absorbida. Este acto se inscribió en el Registro Mercantil del Cantón Quito en el mes de enero-2021.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. De acuerdo con Banco Mundial, el PIB de todo el planeta se contraerá en 2020 en 5.2% mientras que América Latina y el Caribe lo hará en 7.2%. Para 2021, se espera un rebote del indicador, que crecerá en 5.2% de forma global y en 2.8% para la región.¹

Esta situación ha afectado los precios mundiales de los productos básicos, como el petróleo y gas, así como el comercio en general, por la fuerte desaceleración económica de Estados Unidos y China. Así mismo, industrias como el turismo, el transporte aéreo y otras que por su naturaleza implican aglomeración de personas se han visto especialmente afectadas.

La economía ecuatoriana no es la excepción, aunque presenta algunas particularidades, ya que esta ya venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a

¹ <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

decrecer del precio del petróleo, una apreciación del dólar frente a otras monedas de la región y la imposibilidad de mantener un dinamismo que en los últimos 10 años había dependido principalmente del gasto público, impulsado a su vez por los ingresos petroleros y un endeudamiento creciente e insostenible.

En este escenario, el 2020 ha sido un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (COP), que afectó la producción de petróleo.

Dentro de este escenario, cabe resaltar el éxito del gobierno en las gestiones realizadas para conseguir un alivio financiero que le permitiera cumplir con sus objetivos financieros de corto plazo y reducir la severidad de la crisis. En agosto se consiguió la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa, que permitirá a Ecuador reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de dicha deuda. En el mismo mes, se anunció un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones. El acuerdo tiene una duración de veintisiete meses. Ecuador tendrá un plazo de diez años para repagar el capital, con cuatro años de gracia. La tasa de interés sería cercana al 2.9%. Del monto anterior, USD 4,000 millones deben desembolsarse en 2020, USD 1500 millones en 2021 y USD 1000 millones en 2022. El riesgo país, que en abril de este año se ubicó en 5033 puntos base, cerró a noviembre-2020 en 1028, reflejo de la menor incertidumbre, aunque es todavía superior en 239 puntos base al de fines de diciembre de 2019.

La previsión más reciente del Banco Central del Ecuador (BCE) considera una contracción del PIB de -8.9% en 2020. Se espera que, luego de tocar fondo el segundo trimestre de 2020, la economía vaya poco a poco recuperando dinamismo. Si bien el BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.1% en 2021, este todavía sería inferior en 6.1% al del 2019. De acuerdo con las previsiones del FMI, recién en 2025 el PIB recuperaría nuevamente el valor de 2019.

Si bien las exportaciones petroleras son 26% más bajas que un año antes, cabe resaltar que el país ha logrado compensar esta situación y conseguir

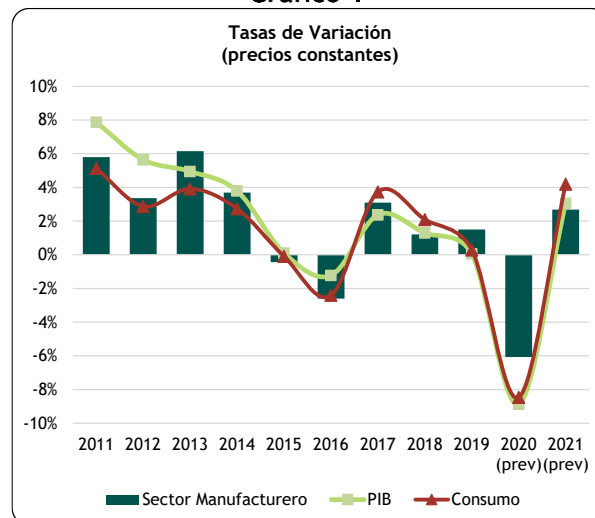
un superávit comercial, que en los últimos 12 meses llega a USD 3,300 millones. Aportan positivamente las exportaciones de productos mineros, que hasta octubre llegan a USD 646 millones, un crecimiento interanual de 176%. Por otro lado, las importaciones han caído interanualmente: -14% en insumos y -21% en bienes de capital.

El presupuesto general del Estado para 2021 tiene necesidades de financiamiento por USD 13,936 millones, de las cuales USD 10,506 millones ya estarían cubiertos, por lo cual la brecha financiera llegaría a una cifra manejable de USD 3,430 millones. La deuda pública total a octubre-2020 es de USD 59,331 millones, de los cuales el 70% corresponde a deuda externa.

El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, pero todavía restan elementos importantes de incertidumbre, como son la evolución de la pandemia, el resultado de las elecciones presidenciales y de asambleístas, y la política económica y de relaciones internacionales que aplicará el nuevo gobierno, que se posicionará en mayo-2021, y que determinará la continuidad de los acuerdos de financiamiento con organismos internacionales.

En base a la información del Banco Central del Ecuador, la industria manufacturera representó en 2020 el 11.81% del PIB nacional a precios constantes, por lo que se establece como el sector de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana. Este sector, al igual que el PIB, se vio afectado por la coyuntura macroeconómica y la pandemia pues mostró un decrecimiento interanual del 6.1%. En el 2021, se espera una recuperación del 2.7%.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: BWR

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 -8.5% respecto al 2019. Por otro lado, la variación anual del índice de precios al productor (IPP), que en 2019 fue de 1.94%, llegó a -1.5% en diciembre-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.

Además, esta industria es sumamente importante para el país por el número plazas de trabajo que genera. 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.²

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 la 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.

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. Para el 2021, aún no se encuentra definido este valor.

El Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG) emitió en abril el Protocolo de recomendaciones para el sector agropecuario, que recomienda el frecuente lavado de manos, cubrirse la boca al toser, respetar el distanciamiento y usar insumos de protección. El MAG proyectó que la productividad del sector maicero mejorará en el 2020. La entidad calcula que será de 6,04 toneladas (t) por ha, cuando en igual período del

año pasado fue de 5,97 t/ha. El Ministerio explicó que el clima ayudó a conseguir la humedad adecuada en las 281,000 ha sembradas en todo el país. Esto permitió compensar las sequías registradas en enero-2020 en varias zonas de Manabí y los problemas de logística que se dieron entre marzo y abril por la pandemia.

El director de la Asociación de Productores de Alimentos Balanceados (Aprobal), dijo que la industria está cumpliendo con la absorción del 20% del maíz de las asociaciones legalmente constituidas en el país. Sin embargo, asegura que hay una falta de liquidez en el sector como consecuencia de la reducción de un 40% en la demanda de carne de pollo y cerdo en el país.³

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. 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 7,386 colaboradores directos, que atienden a 106,730 clientes a los que atienden a través de 222 autoservicios, 777,775 tiendas tradicionales, 25,551 restaurantes, 3,137 clientes de mercados populares y 45 clientes industriales. En ninguna compañía del Grupo se ha conformado Comité de Empresa ni se han presentado problemas laborales.

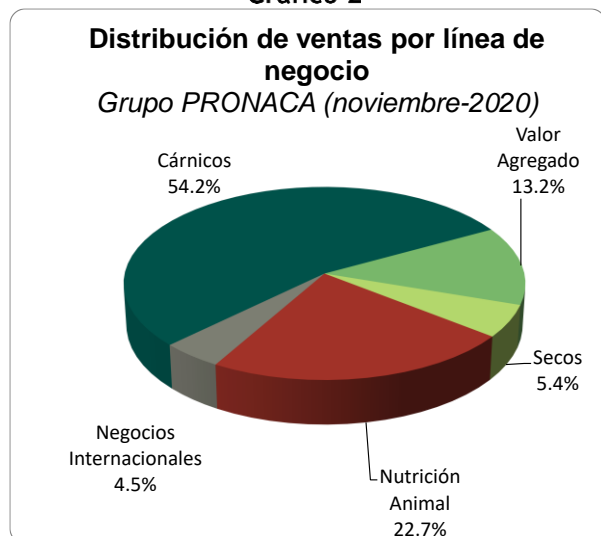
Grupo PRONACA tiene cinco líneas de negocio. La línea de cárnicos constituye el negocio más importante para el emisor y representa el 54.2%

² http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_OK.compressed1.pdf

³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/cosecha-maiz-pandemia-agricultura-ecuador.html>

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 22.7% de los ingresos y mediante esta se comercializa alimentos para mascotas y balanceados para animales de granja. Un 13.2% de las ventas corresponden a la línea de Valor Agregado, línea en que se comercializa embutidos, platos preparados, congelados y productos del mar. El 9.9% restante corresponde a la línea de Secos que agrupa la venta de conservas y huevos y la línea de Negocios Internacionales que comercializa palmito.

Gráfico 2



Fuente: GRUPO PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

La Compañía tiene un portafolio amplio de productos, alrededor de 800, que se comercializan bajo 28 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 del precio de compra.

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

CANAL	Porcentaje (%)
Canal Indirecto Distribuidores Zonales	27.4%
Canal Autoservicios	28.3%
Canal Food Service	15.8%
Canal Tradicional, Aves en Pie, Mercados Populares	25.2%
Canal Industrial	2.2%
Otros	1.1%

Fuente: PRONACA C.A. Datos a noviembre-2020

Elaboración: BWR.

Es importante mencionar que la distribución a cadenas hoteleras, turísticas, restaurantes y pollo en pie (mercados) se vio limitada en el segundo trimestre por la emergencia sanitaria y las restricciones de movilidad. No obstante, las ventas a través de autoservicios y distribuidores zonales se incrementaron. Hasta finales de año se observó una recuperación de las ventas en los mercados debido a la flexibilización de las medidas de confinamiento.

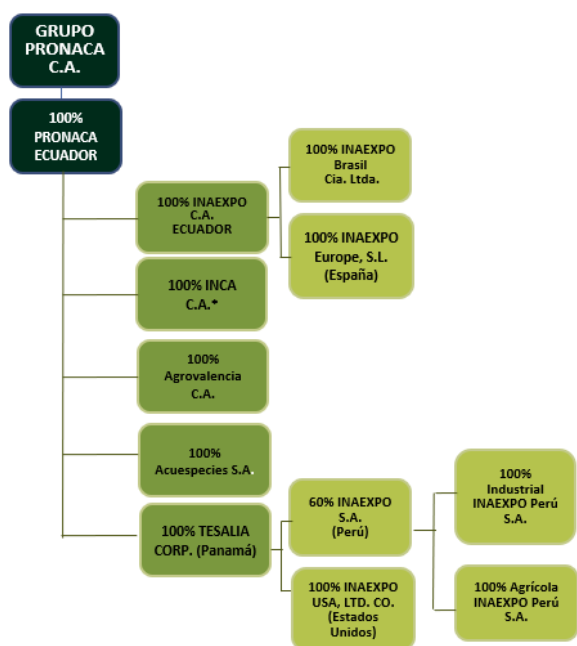
La empresa se desenvuelve en un mercado competitivo donde sus principales rivales son empresas locales y microempresarios. En cuanto a productos sustitutos y directos que compiten con los de PRONACA, existen diversas alternativas de distintas calidades y marcas dependiendo de la línea de negocios específica. 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 los canales de venta. Cuenta con granjas reproductoras, planta de incubación, plantas de alimento y granjas ponedoras. También cuenta con una planta empacadora de huevos, granjas de engorde, plantas procesadoras de aves y planta de alimentos procesados. A la fecha de corte, el Grupo mantenía un préstamo para realizar esta inversión que fue cancelado en diciembre-2020 con el préstamo del BID explicado en la sección "Hechos relevantes de la Institución".

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

*La Compañía INCA será absorbida por PRONACA C.A. en el primer trimestre del 2021.

Actualmente la empresa mantiene operaciones de tipo comercial con sus subsidiarias. PRONACA es generador del 92.9% de las ventas y aporta con prácticamente la totalidad de los resultados netos del Grupo. Además, absorbe el 72.24% del apalancamiento financiero.

La contribución neta de las subsidiarias a la utilidad antes de eliminaciones (USD 3MM) es inmaterial en relación con el flujo positivo de PRONACA. De las subsidiarias actuales, INAEXPO, Tesalia y Agrovalencia generan resultados positivos a la fecha de corte.

A noviembre-2020 la participación en las subsidiarias representa el 9.2% de los activos del balance individual de PRONACA.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A noviembre-2020 el patrimonio de PRONACA C.A. es de USD 459MM, y de este el 88.1% corresponde a capital social.

La Junta General de Accionistas resolvió aumentar el capital suscrito de la Compañía en USD 14.7MM en 2019 y en 2020 se hizo un aumento de capital por USD 3.6MM. En consecuencia, el capital suscrito y pagado es de USD 404.6MM.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Capital en USD (miles)	% Participación
INDUSTRIA PECUARIA ANDINA HOLDING S.L.	202,296	50.00%
PROTEINAS Y GRANOS ANDINOS HOLDING S.L.	202,296	50.00%
TOTAL	404,592	100.00%

Fuente: PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

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, cuenta con 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% de la capitalización⁴ 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 2019, 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

⁴ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

representó el 65.5% del resultado generado por el Grupo en el 2018.

A finales del 2020, se definieron USD 28MM como monto de dividendos a pagar a los accionistas. Este monto representó el 69.8% del resultado generado por el Grupo en el 2019.

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 y el Presidente 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 y al Presidente 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, presentar anualmente 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; cuenta con una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del

sector. Desde esta fecha se nombraron también tres Vicepresidentes: Vicepresidente de Negocios Pecuarios, Vicepresidente de Valor Agregado y Vicepresidente de Mercadeo. Estos junto al Vicepresidente de Finanzas y el Vicepresidente de Desarrollo Organizacional conforman la plana administrativa de la Institución.

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. Adicionalmente, cuenta con un Comité de Talento Humano y un Comité de Auditoría

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. Además, se encuentran en la búsqueda constante de reducción de costos y mejorar su eficiencia.

Las Vicepresidencias serán las encargadas de la gestión de riesgos y se espera que a mediano plazo se pueda 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 alterno 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 noviembre-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.

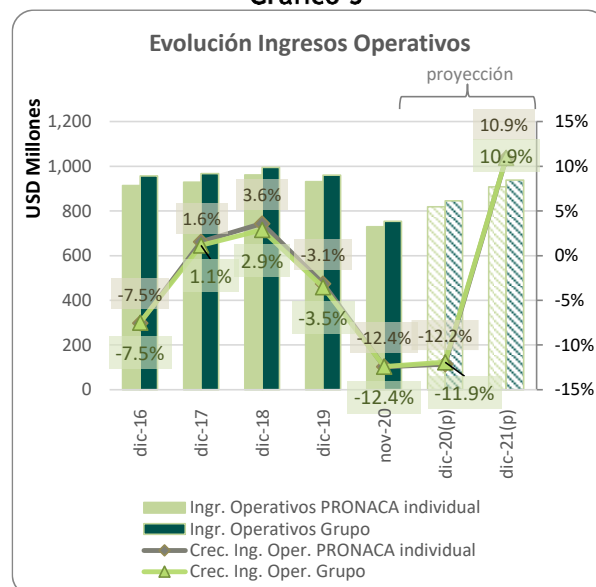
Gestión Operativa y Tendencias

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.

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 -12.43%, 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; estas dos líneas son las principales generadoras de ingresos para la Compañía.

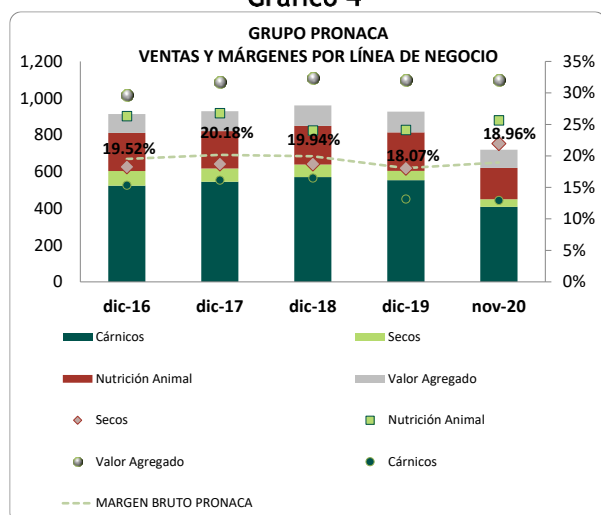
Nuestra proyección del 2020 supone un decrecimiento en ventas del 11.94% con un nivel de ingresos estimado en USD 845.7MM, en línea con las expectativas de la Administración. Para finales del 2021, esperamos que los ingresos de PRONACA crezcan un 10.9% y se ubiquen cercanos a los ingresos generados en 2019.

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 18.9%. Esperamos que el margen se ajuste hasta finales de año y se ubique en 18.79%.

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.

Gráfico 4



Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.

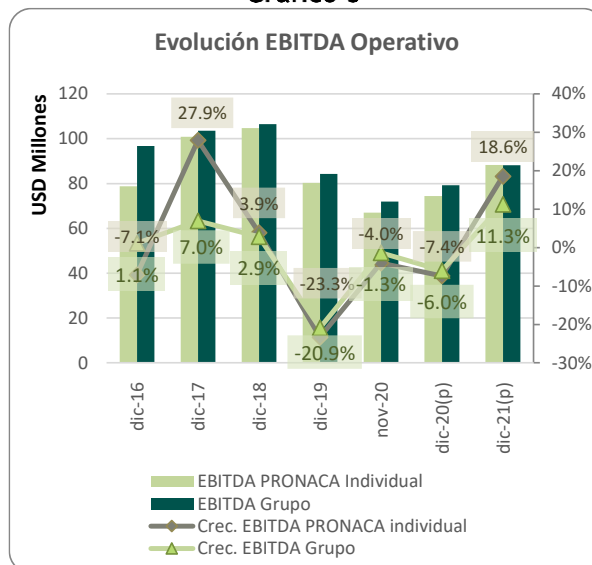
Elaboración: BWR.

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 noviembre-2020, el EBITDA decrece un 1.32%, por los menores ingresos generados por la Compañía acompañado de un mejor control de los gastos operativos pues la Compañía se encuentra realizando acciones con el objetivo de disminuir el gasto administrativo y comercial que presenta un decrecimiento interanual del 7%.

Hasta finales del 2020, esperamos que el EBITDA se contraiga un 5.96%, debido al ajuste de margen bruto explicado en párrafos anteriores. Se espera que los gastos operativos decrezcan un 7% con relación a los presentados en 2019.

Gráfico 5



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Para el 2021, esperamos que el EBITDA se recupere y muestre un crecimiento del 11% frente al generado en 2020 y como consecuencia de la recuperación de ventas que espera la Compañía.

Por otra parte, el ROA y el ROE terminaron el 2019 en 5.14% y 8.72% respectivamente. Con corte noviembre-2020 estos indicadores se ubican en 5.35% y 3.08% respectivamente.

Estructura del Balance

ACTIVOS					
ACTIVOS	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	nov-20
Total Activo Corriente	52%	52%	54%	53%	55%
Fondos Disponibles	3%	2%	2%	6%	7%
Inversiones corto plazo	12%	12%	15%	9%	11%
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%	45%
Propiedad, planta y equipo	39%	38%	39%	40%	37%
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%	3%
Otros activos	0%	0%	0%	1%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO					
PASIVOS	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	nov-20
Total Pasivo Corriente	19%	19%	21%	28%	30%
Deuda Financiera CP	9%	5%	9%	16%	18%
Deuda Comercial	6%	7%	7%	8%	7%
Otros Pasivos CP	4%	8%	5%	4%	4%
Total Pasivo LP	17%	16%	18%	15%	12%
Deuda Financiera LP	11%	9%	12%	7%	5%
Otros pasivos LP	6%	7%	7%	7%	7%
PATRIMONIO	64%	65%	61%	57%	58%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.

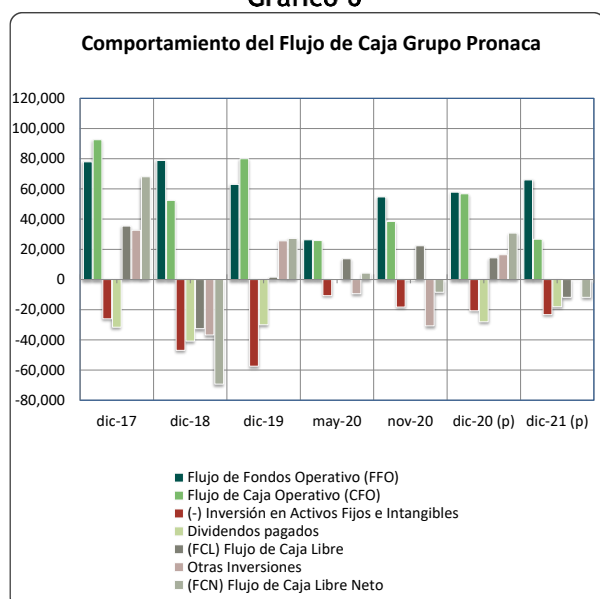
Elaboración: BWR

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

PRONACA ha sido históricamente una empresa generadora de un flujo de caja operativo (CFO) importante en relación 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.

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

Los días de cobro promedio se ubican históricamente cerca de los 33 días a finales del año. Por el lado de las cuentas por pagar, históricamente se han encontrado en 30 días. Respecto al inventario (materia prima, producto en proceso y terminado, activo biológico corriente y no corriente), la empresa espera mantener un nivel de 82 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 20.7MM 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 23MM que se utilizarán en su mayoría para el mantenimiento de las instalaciones y para incrementar su capacidad instalada.

El CFO del 2020 cubriría la totalidad de los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos por USD 28MM por lo que se generaría un Flujo de Caja Libre positivo de USD 14.3MM. Además, con el préstamo del BID se cancelará la cuenta por cobrar que mantenían, lo que les permitirá disminuir el monto de la deuda e incrementar sus inversiones temporales.

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 2.13 veces a nivel de grupo y a la fecha de corte se ubica en 2.36 veces. No obstante, al considerar la deuda neta de caja y equivalentes esta relación mejora a 0.95 veces.

Como se indicó anteriormente los flujos netos generados en 2020, se utilizarán para disminuir la deuda por lo que se espera que este indicador se ubique en 1.81 veces y que sea de 1.49 veces en 2021.

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

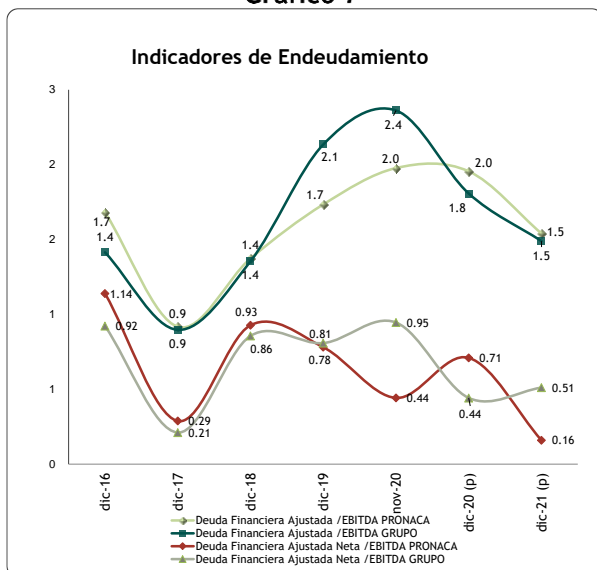
financiera y el EBITDA se mantenga cerca de las 1.5 veces y debajo de 1 vez al considerar la deuda neta de efectivo.

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.

La deuda financiera del Grupo está diversificada en créditos provenientes de bancos privados locales y del exterior y dos programas 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 20.7% de la deuda financiera 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 de largo plazo, además que contribuye a ampliar su posición de liquidez.

Gráfico 7



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.

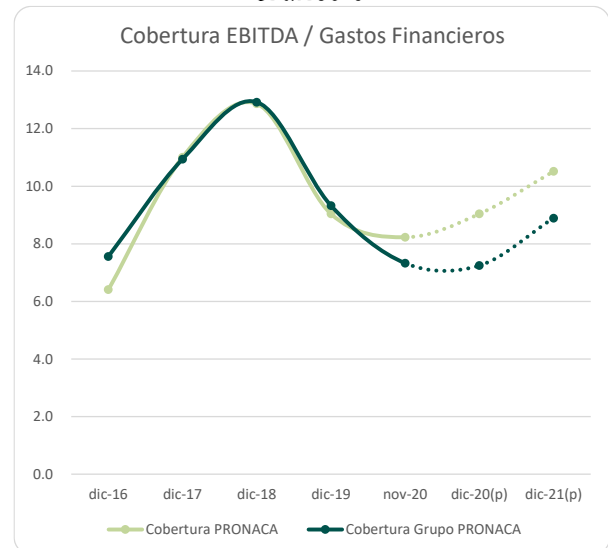
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

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 noviembre-2020, el EBITDA cubre en 7.3 veces el gasto financiero, esperamos que esta cobertura se mantenga hasta finales de año.

Gráfico 8

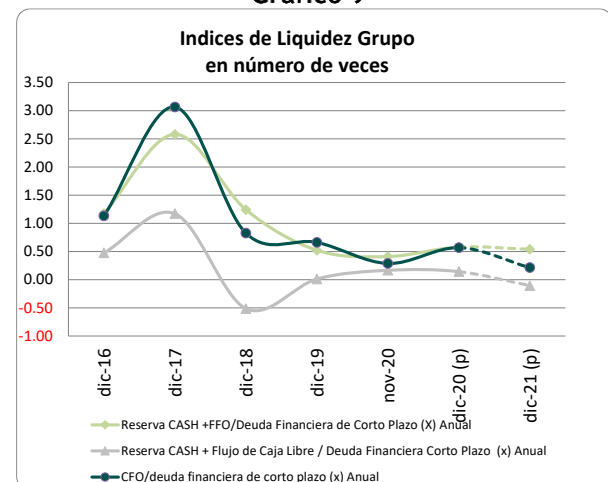


Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.

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 mantener una posición holgada de liquidez mediante caja e inversiones temporales para hacer frente a eventos no esperados, como fue la pandemia COVID-19.

Gráfico 9



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

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

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.

Fecha de corte	nov-20
Activo Ajustado (USD M)	614,340
Activo Total (USD M)	743,109

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	75,627	75,627	8.12
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	62,816	138,443	4.44
3era	Deuda sin garantía específica de balance	145,588	284,031	2.16
TOTAL		284,031	284,031	2.16

Fuente: Estados Financieros individuales de PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 2.16 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 55% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 45% 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 VII 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. Este indicador con corte noviembre-2020 es de 2.44 veces.
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. Este indicador con corte noviembre-2020 es de a 5.81 veces.

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 6.19 veces.

Además, el emisor certifica que a la fecha de calificación se han cumplido todos los resguardos tanto normativos como internos y que las obligaciones financieras de mercado de valores y del sistema financiero se encuentran al día.

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 17.5% 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 ocho programas de papel comercial, dos titularizaciones de flujos y una emisión de obligaciones.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil no se han negociado los valores del VII Programa de Papel Comercial en mercado secundario.

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

Tipo Instrumento	Resolución aprobatoria	Calif. Anterior	Último cambio	Fecha Comité
VIII Programa de Papel Comercial	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00004738	AAA	BWR	26/1/2021

GRUPO PRONACA (Miles de USD)						PROYECCIONES BWR	
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	nov-20	dic-20	dic-21
Resumen Balance							
Activo corriente	341,914	348,654	379,874	398,747	436,115	362,981	383,567
Activo no corriente	319,382	316,558	319,907	359,728	352,284	351,045	343,837
Total Activos	661,296	665,212	699,781	758,475	788,399	714,026	727,404
Pasivo corriente	123,300	125,678	146,390	212,912	235,905	181,585	180,085
Pasivo no corriente	115,568	106,624	129,446	110,142	95,655	94,609	99,701
Total Pasivos	238,868	232,302	275,836	323,054	331,560	276,194	279,786
Patrimonio	422,428	432,910	423,945	435,421	456,839	437,832	447,617
Resumen de Resultados							
Ventas	955,219	966,514	994,661	959,515	753,624	845,059	937,590
Costo de ventas	(768,749)	(771,519)	(796,334)	(786,154)	(610,748)	-686,254	-759,876
Otros ingresos operativos	1,259	946	731	763	540	594	594
Egresos operativos	(140,371)	(127,975)	(127,900)	(128,774)	(107,923)	-119,529	-130,933
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	47,358	67,966	71,158	45,350	35,493	39,870	47,375
Ingresos y gastos no operativos neto	2,473	-64	2,564	9,092	1,197	6,169	2,682
Gasto Financiero del período	(12,800)	(9,461)	(8,241)	(9,363)	(10,113)	-10,934	-9,917
Impuesto a la renta	(10,599)	(16,043)	(17,139)	(7,628)	(4,713)	-6,822	-12,355
RESULTADO NETO DE LA GESTION	26,432	42,398	48,342	37,451	21,864	28,283	28,283
Otros resultados integrales	1,415	279	(2,547)	2,650	1	2,128	2,128
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	27,847	42,677	45,795	40,101	21,865	30,411	27,785
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	96,797	103,527	106,484	84,275	71,938	79,251	88,205
(-) Gasto Financiero del período	-12,800	-9,461	-8,241	-9,037	-9,815	-10,934	-9,917
(-) Impuesto a la renta del período	(10,870)	(16,159)	(19,455)	(12,264)	(7,444)	-10,411	-12,355
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	73,127	77,907	78,788	62,974	54,679	57,906	65,933
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,625	14,640	-26,376	17,097	-16,202	-1,106	-39,279
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	70,502	92,547	52,412	80,071	38,477	56,800	26,654
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	5,835	4,412	4,641	10,144	10,500	10,122	6,635
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-3,362	-4,476	-2,077	-1,052	-9,303	-3,953	-3,953
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	622	552	224	-176	1,288	101	101
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-14,259	-31,600	-40,841	-30,000	-444	-28,000	-18,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-28,010	-24,248	-45,699	-56,193	-17,657	-20,048	-23,257
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,691	-1,788	-1,235	-1,216	-565	-679	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	29,637	35,399	-32,575	1,578	22,296	14,343	-11,820
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-4,578	-44,042	51,450	31,442	7,797	-34,311	-10,061
OTRAS INVERSIONES NETO	-24,266	32,638	-36,752	25,618	-30,738	16,425	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	782	-595	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1,575	23,400	-17,935	58,638	-645	-3,543	-21,881
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	47,612	71,011	53,075	111,712	111,067	108,169	86,288
Indicadores							
Patrimonio Tangible	387,586	402,221	393,702	354,767	368,770	396,386	408,726
% crecimiento en ingresos operativos	-7.5%	1.1%	2.9%	-3.5%	-12.4%	-11.9%	10.9%
MARGEN EBIT (%)	5.0%	7.0%	7.2%	4.7%	4.7%	4.7%	5.1%
MARGEN EBITDA (%)	10.1%	10.7%	10.7%	8.8%	9.5%	9.4%	9.4%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financier:	6.71	9.23	10.56	7.97	6.57	6.30	7.65
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	7.56	10.94	12.92	9.33	7.33	7.25	8.89
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	7.56	10.94	12.92	9.33	7.33	7.25	8.89
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexit	1.41	0.90	1.36	2.13	2.36	1.81	1.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.92	0.21	0.86	0.81	0.95	0.44	0.51
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	24%	18%	25%	29%	29%	25%	23%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.17	2.58	1.24	0.52	0.41	0.58	0.73
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.13	3.06	0.83	0.66	0.29	0.57	0.30
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	(0.06)	0.31	(0.13)
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	(0.06)	0.31	(0.13)

PRONACA INDIVIDUAL (Miles de USD)							PROYECCIONES BWR	
	dic-16	dic-17	dic-18	nov-19	dic-19	nov-20	dic-20	dic-21
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	42,769	63,412	46,729	80,132	99,542	99,684	92,711	121,897
Cuentas por Cobrar Comerciales	79,632	82,133	90,063	75,695	79,815	90,051	70,407	78,634
Inventarios	187,489	207,410	214,014	219,641	194,952	209,558	181,314	204,920
Activos fijos	244,232	241,656	247,409	263,327	268,273	261,300	261,557	255,592
Otros Activos	105,028	70,311	100,667	83,830	76,023	82,516	107,395	79,564
Total Activos	659,150	664,922	698,882	722,625	718,605	743,109	713,384	740,607
Cuentas por Pagar Proveedores	35,024	41,485	44,107	63,719	61,001	53,643	51,929	61,634
Deuda Financiera Total	132,574	92,477	143,941	140,318	139,407	144,695	145,566	135,950
Deuda Financiera Corto Plazo	58,006	29,834	63,153	80,370	80,313	104,886	102,223	89,055
Deuda Financiera Largo Plazo	74,568	62,643	80,788	57,772	54,970	38,033	41,566	46,895
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	2,176	4,124	1,776	1,776	0
Otros Pasivos	97,208	132,528	124,491	154,505	142,599	141,112	128,719	151,253
Total Pasivos	229,782	225,005	268,432	292,647	277,882	284,031	272,509	287,203
Patrimonio	429,368	439,917	430,450	429,978	440,723	459,078	440,875	453,404
Resumen de Resultados								
Ventas	913,554	927,789	961,155	832,212	930,913	728,754	818,439	907,649
Costo de ventas	(733,631)	(739,257)	(769,439)	(684,895)	(764,134)	(593,159)	(667,663)	(739,609)
Otros ingresos operativos	664	734	731	697	763	540	-	-
Egresos operativos	-132,318	-120,326	-122,317	-110,827	-123,364	-103,288	-113,495	-118,262
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,269	68,940	70,130	37,187	44,178	32,847	37,281	49,779
Ingresos y gastos no operativos neto	3,134	-1,720	1,682	7,428	8,443	-1,463	3,529	722
Gasto Financiero del período	(12,290)	(9,157)	(8,144)	(8,368)	(9,202)	(8,433)	-8,233	-8,392
Impuesto a la renta	(9,850)	(15,514)	(16,650)	(6,718)	(7,131)	(4,129)	-6,160	-11,579
RESULTADO NETO DE LA GESTION	29,263	42,549	47,018	29,529	36,288	18,822	26,114	30,529
Otros resultados integrales	1,502	-400	-2,594	0	2,610	-23	2,037	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	30,765	42,149	44,424	29,529	38,898	18,799	28,151	30,529
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	78,802	100,823	104,772	69,879	80,365	67,071	74,438	88,263
(-) Gasto Financiero del período	-12,290	-9,157	-8,144	-8,070	-8,887	-8,149	-8,233	-8,392
(-) Impuesto a la renta del período	-10,225	-15,624	-19,002	-9,059	-11,681	-6,772	-9,554	-11,579
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	56,287	76,042	77,626	52,750	59,797	52,150	56,651	68,291
(-) Variación Capital de Trabajo	12,530	15,093	-27,374	13,938	25,897	-15,784	-3,592	-19,299
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	68,817	91,135	50,252	66,688	85,694	36,366	53,059	48,992
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	5,810	3,982	4,371	9,216	9,580	6,629	7,643	722
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-2,676	-5,702	-2,689	-1,788	-1,137	-8,092	-4,114	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	1,370	1,835	1,478	2,367	-174	1,149	2,107	101
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-12,000	-31,600	-40,000	-30,000	-30,000	-444	-28,000	-18,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-26,833	-22,414	-33,667	-41,341	-48,739	-16,855	-19,438	-20,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,691	-1,777	-1,235	0	-1,209	0	-686	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	32,797	35,459	-21,490	5,142	14,015	18,753	10,571	11,815
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,059	-40,097	51,464	-5,799	-8,658	7,636	8,506	-7,840
OTRAS INVERSIONES NETO	-18,260	25,281	-46,657	34,061	47,457	-26,247	-25,605	25,211
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	9,478	20,643	-16,683	33,404	52,814	142	-6,528	29,186
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	42,769	63,412	46,729	80,132	99,542	99,684	92,711	121,897
Indicadores								
Patrimonio Tangible	340,270	350,969	347,821	326,482	340,426	330,309	333,986	349,006
% crecimiento en ingresos operativos	-7.5%	1.6%	3.6%	-13.4%	0.0%	-12.4%	-12.2%	10.9%
MARGEN EBIT (%)	5.3%	7.4%	7.3%	4.5%	4.7%	4.5%	4.6%	5.5%
MARGEN EBITDA (%)	8.6%	10.9%	10.9%	8.4%	8.6%	9.2%	9.1%	9.7%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.58	9.30	10.53	7.54	7.73	7.40	7.88	9.14
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.41	11.01	12.86	8.66	9.04	8.23	9.04	10.52
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	6.41	11.01	12.86	8.66	9.04	8.23	9.04	10.52
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.68	0.92	1.37	1.84	1.73	1.98	1.96	1.54
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.14	0.29	0.93	0.79	0.50	0.62	0.71	0.16
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	24%	17%	25%	25%	24%	24%	25%	23%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.97	2.55	1.23	0.72	0.74	0.54	0.55	0.77
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.19	3.05	0.80	0.91	1.07	0.38	0.52	0.55
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)	0.07	0.17	0.20	0.10	0.13
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)	0.53	0.77	(0.08)	(0.15)	0.42

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente 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 comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2020.