

Ecuador
Papel Comercial
Tercer 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)	2020 (diciembre)	2021 (mayo)
Activos	710.7	717.4
Ventas	818.4	360.8
Margen EBITDA (%)	9.14%	10.11%
ROE (%) *	5.68%	5.70%
Deuda / capitalización (%)	24.67%	22.12%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.52	1.21
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.10	0.91
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	1.93	1.46
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	2.56	1.83

*Indicador anualizado para mayo-2021

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 enfrentó en 2020 a un escenario de contracción en sus ventas, debido a las condiciones macroeconómicas del país y el contexto de la pandemia COVID-19. En el 2021, se espera un escenario de recuperación de los ingresos consecuente con la reactivación económica. 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
Clases	A-G
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 DE LA INSTITUCIÓN

- La JGA reunida el 24 de marzo de 2021, resolvió por unanimidad aumentar el capital suscrito de la Compañía dentro de su capital autorizado, y realizar la respectiva reforma del estatuto social. En dicha junta, se aprobó aumentar el capital de la Compañía en USD 2.6MM, con esto el capital suscrito y pagado de la Compañía ascenderá a USD 407MM. El aumento de capital se efectivizó en junio-2021.
- En enero-2021, se dio 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.

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 crecería 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, como al 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 esta venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a 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 fue 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.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una contracción del PIB de -7.8% en 2020. Si bien el BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8% en 2021, este todavía sería inferior en 5.2% al del 2019.

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-2020, se consiguió la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa, que permitió 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.

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

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 se desembolsaron en 2020, USD 1500 millones se desembolsarán en 2021 y USD 1000 millones en 2022.

El riesgo país, que en abril de 2020 cerró en 5033 puntos base y una calificación de “Restricted Default” otorgada por Fitch Ratings, en abril 2021 marcó 760 puntos luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización (789 puntos base en dic-2019).

La calificación de FITCH Ratings se incrementó de RD a B-/estable en septiembre-2020, luego de la restructuración de los bonos soberanos, un cronograma de pagos más adecuado para el país y una desaceleración económica menor a la esperada. La menor desaceleración económica se atribuyó al incremento de las exportaciones no petroleras lideradas por minería y a la habilidad del sistema financiero para proveer alivio al consumo de los hogares. El consumo final en 2020 se redujo en 6.64%; 3.71% gobierno y 7.36% hogares.

Los temas mencionados han propiciado un clima de confianza en el Ecuador tanto en los mercados locales como internacionales que esperamos promuevan inversiones y por tanto empleo y financiamiento menos costoso.

La ley de protección a la dolarización fortalecerá el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie a los gobiernos locales a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero. La reforma dispone que los dineros de los depositantes de la banca privada, cooperativas y mutualistas, que son administrados por el BCE, deberán estar cubiertos en un 100% hasta el 2026. El resto de los depósitos (de los gobiernos locales, de la seguridad social y otros) alcanzarán cobertura total en 2035, según el ex Ministro de Finanzas, Mauricio Pozo (El Comercio, 24 abril de 2021).

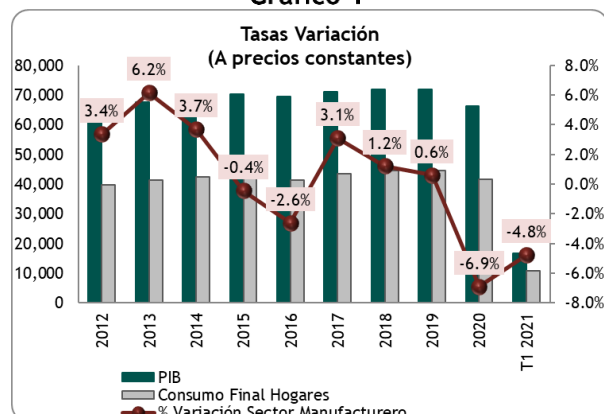
El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, especialmente por la confianza recuperada y las expectativas de avance del programa de vacunación del COVID-19. Sin embargo, las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía persiste.

En lo que respecta a la industria de manufactura, en los últimos años ha registrado la mayor participación en la economía ecuatoriana, con un 11.89% del PIB nacional a precios constantes. En

diciembre del 2020 presentó una caída del 6.9% en sus ingresos, con variaciones negativas interanuales mayores en las ramas de fabricación de equipos de transporte (-35.3%), producción de madera y sus productos (-19.5%) y producción de minerales no metálicos (-19.2%). Únicamente dos ramas de la industria presentaron variaciones positivas: la rama correspondiente a la elaboración de tabaco, con una variación interanual del 19.6%, y la de alimentos procesados, que logró alcanzar un desempeño positivo del 1.3%.

En el primer trimestre del 2021 el PIB de esta industria reportó una contracción interanual de 4.8%, 0.8pp inferior a la caída del PIB nacional.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador.
Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

La rama de alimentos procesados en el 2020 aportó con el 39.9% del total de ingresos de la industria manufacturera y, debido a la naturaleza de sus actividades, fue uno de los pocos sectores que no paró sus operaciones durante el año como consecuencia de las medidas de confinamiento adoptadas por el gobierno para mitigar los efectos de la pandemia mundial.

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. Los gremios aseguran que la cosecha nacional de maíz no cubre sino el 90% de las necesidades internas.

Para el 2021 rige el mismo precio mínimo de sustentación para el maíz del año anterior, es decir, \$ 14.60; que se aplica para el quintal de

45.36 kilogramos de grano amarillo duro con 13% de humedad y 1% de impureza. Esto se fijó a través del Acuerdo Ministerial 017 formado el 7 de febrero del 2021.

La Asociación de Productores de Alimentos Balanceados (Aprobal), la Asociación de Alimentos Balanceados (Afaba), la Corporación Nacional de Avicultores del Ecuador (Conave) y la Asociación de Porcicultores del Ecuador (ASPE) hicieron los siguientes pedidos al Gobierno: frenar la salida del maíz local hacia los países vecinos, como Colombia; controlar los elevados precios, el acaparamiento y la especulación a través de intermediarios; y respetar el precio de sustentación.²

El maíz se utiliza en Ecuador básicamente para el consumo del sector avícola y porcino, este producto representa el 42% del costo del balanceado y entre un 28% de un pollo.

Según la Corporación Nacional de Avicultores del Ecuador (Conave), Ecuador produce localmente toda la carne de pollo y huevos de gallina que consumen sus habitantes. En 2020 se produjeron en el Ecuador 494,000 toneladas de carne de pollo a partir de la cría de 263 millones de pollos de engorde. Lo que quiere decir que, en promedio, un ecuatoriano consume 28 kilogramos de pollo al año. Respecto al huevo de mesa, en 2020 se produjeron en Ecuador 3,436 millones de huevos de gallina, lo que significa una producción diaria de 9.4 millones de huevos. Cada ecuatoriano consume un promedio de 197 huevos al año. En el caso de los porcinos, se estima que un ecuatoriano consume en promedio 10.9 kilos de carne de cerdo al año, por debajo del consumo de pollo, pero sobre el consumo de carne de res o de ovinos.³

En la actualidad la industria avícola genera 220,000 empleos directos y miles de empleos indirectos.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

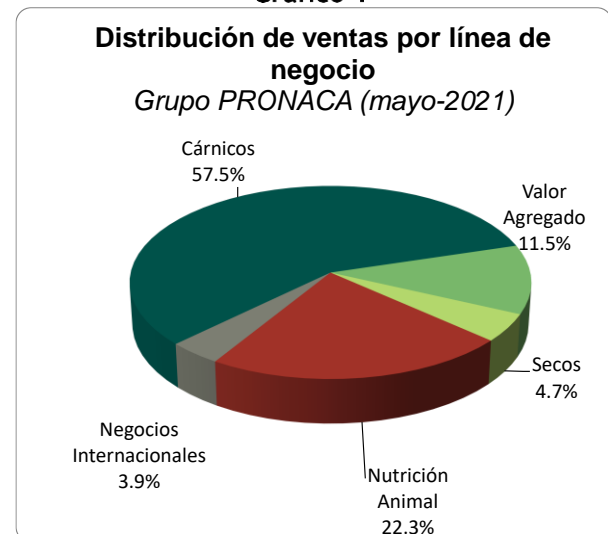
La Compañía fue constituida el 28 de marzo de 1977 bajo la denominación de Procesadora Nacional de Aves e inscrita en el Registro Mercantil el 18 de mayo del mismo año. Con fecha 20 de enero de 1999 cambió su denominación a Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA. Su objeto social es el desarrollo 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 7,292 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.

Gráfico 1



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

Grupo PRONACA tiene cinco líneas de negocio. La línea de cárnicos constituye el negocio más importante para el emisor y representa el 57.5% 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 22.3% de los ingresos y mediante esta se comercializa alimentos para mascotas y

²

<https://www.eluniverso.com/noticias/economia/gremios-piden-que-se-frene-salida-de-maiz-y-que-se-respete-precio-de-sustentacion>

nota/#: -:text=Para%20el%202021%20rige%20el,el%207%20de%20febrero%20pasado.

³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/productores-balanceado-maiz-ecuador/>

balanceados para animales de granja. Un 11.5% de las ventas corresponden a la línea de Valor Agregado, línea en que se comercializa embutidos, platos preparados, congelados y productos del mar. El 8.6% restante corresponde a la línea de Secos que agrupa la venta de conservas y huevos y la línea de Negocios Internacionales que comercializa palmito.

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	30.3%
Canal Autoservicios	20.3%
Canal Food Service	18.0%
Canal Tradicional, Aves en Pie, Mercados Populares	28.8%
Canal Industrial	2.0%
Otros	0.6%

Fuente: PRONACA C.A. Información con corte junio-2021
Elaboración: BWR.

Es importante mencionar que la distribución a cadenas hoteleras, turísticas, restaurantes y pollo en pie (mercados) se vio limitada por la emergencia sanitaria y las restricciones de movilidad. No obstante, las ventas a través de autoservicios y distribuidores zonales se incrementaron. Frente al seguimiento anterior, se observa una recuperación en las ventas a través del canal tradicional, aves en pie y mercados populares y a su vez se observa una contracción en el canal autoservicios.

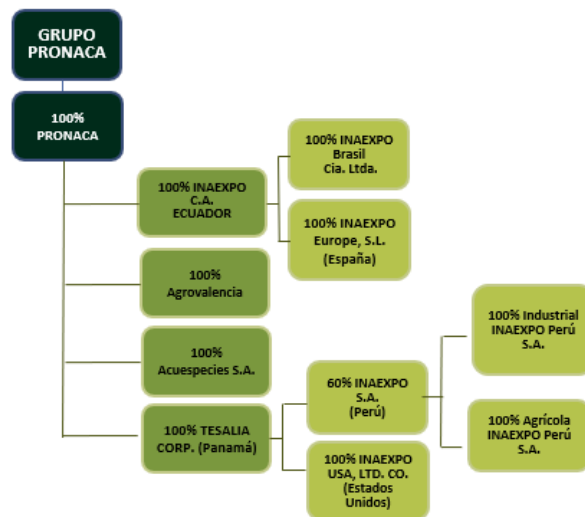
La empresa se desenvuelve en un mercado competitivo donde sus principales rivales son empresas locales y microempresarios. En cuanto a productos sustitutos y directos que compiten con los de PRONACA, existen diversas alternativas de distintas calidades y marcas dependiendo de la línea de negocios específica. 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 mantiene una planta empacadora de huevos, granjas de engorde, plantas procesadoras de aves y planta de alimentos procesados.

ESTRUCTURA DEL GRUPO



Fuente: Estados financieros Auditados Grupo Pronaca 2020

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.

Actualmente la empresa mantiene operaciones de tipo comercial con sus subsidiarias. PRONACA es

generador del 84.2% de las ventas y aporta con prácticamente la totalidad de los resultados netos del Grupo. Además, absorbe el total del apalancamiento financiero.

La contribución neta de las subsidiarias a la utilidad antes de eliminaciones (USD1.9MM) 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 mayo-2021 la participación en las subsidiarias representa el 8.8% de los activos del balance individual de PRONACA.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A mayo-2021 el patrimonio de PRONACA C.A. es de USD 449MM, y de este el 90% 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 de más de 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 22.1% 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. 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 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

⁴ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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.

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, 2019 y 2020. 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-2021.

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.

Ajustes por 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 arrendamientos 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.

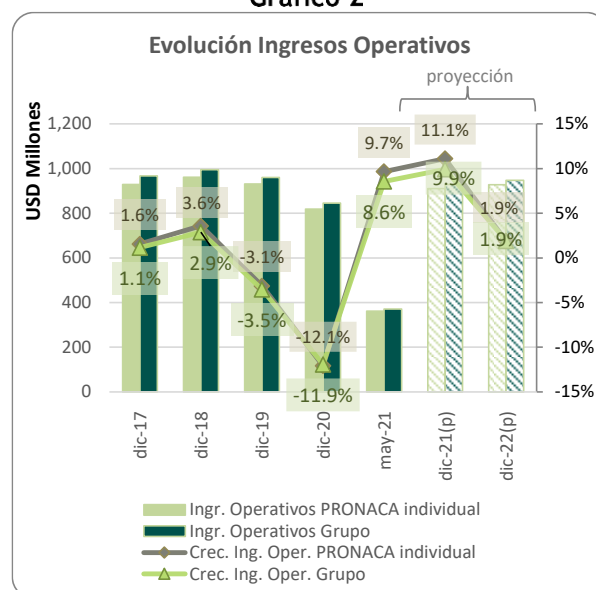
Gestión Operativa y Tendencias

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. La Compañía actualmente se encuentra en una etapa de madurez de sus productos tradicionales y su evolución se encuentra ligado a la economía en general y al consumo de los hogares.

En 2020, los ingresos del Grupo mostraron un decrecimiento interanual de 12.1%. Esta disminución se debió a menores ingresos en sus principales líneas de negocio como consecuencia de las medidas de restricción generadas en el segundo trimestre del año para evitar la

propagación del COVID-19 y la afectación del consumo en la población.

Gráfico 2



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

A la fecha de corte, los ingresos operativos del Grupo crecen interanualmente en 9.7%, como consecuencia de la reactivación económica que ha influido en mayores ventas en la línea de cárnicos y nutrición animal; estas dos líneas son las principales generadoras de ingresos para la Compañía. Además, el lineamiento estratégico de PRONACA es seguir innovando en la base de la pirámide con embutidos y productos de cerdo y pollo.

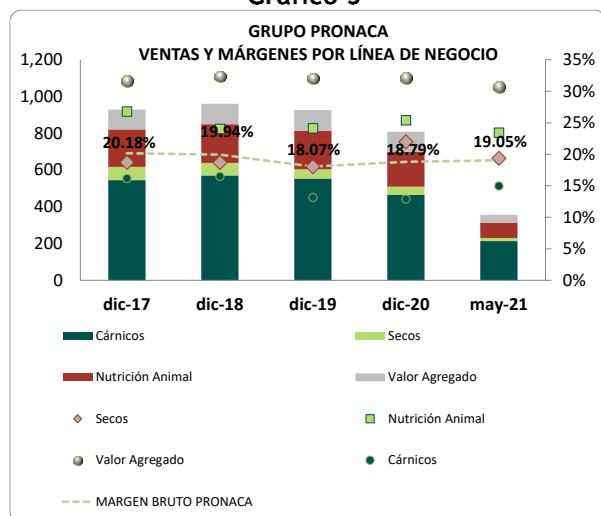
Nuestra proyección del 2021 supone un crecimiento en ventas del 9.92% con un nivel de ingresos estimado en USD 910MM y se ubiquen cercanos a los ingresos generados en 2019. Para finales del 2022, esperamos que los ingresos de PRONACA crezcan un 1.9% pues el principal crecimiento esperado se dará en el año en curso.

PRONACA maneja un margen bruto relativamente estable y en 2020 este se ubicó en 18.79%. La mejora en el margen frente al del 2019 se dio por la regularización de la sobreoferta de pollos en pie que existió en 2019.

Con corte mayo-2021, el margen bruto se ubica en 19.05% y esperamos que este se ajuste hasta finales de año y se ubique en 18.95%.

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

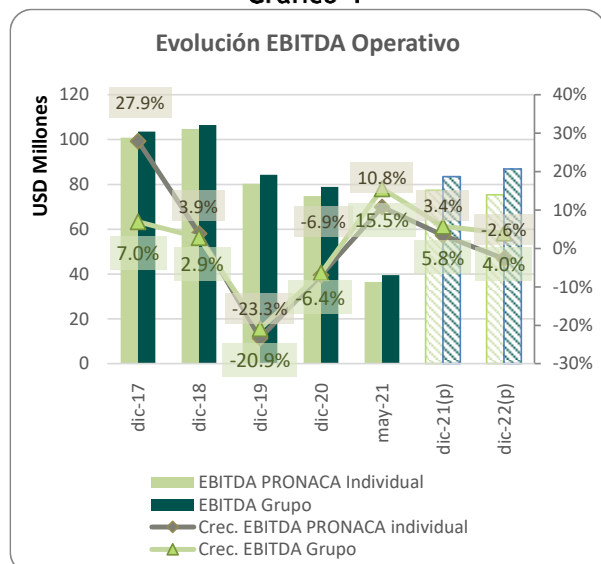
Gráfico 3



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 2020, se observó un decrecimiento del EBITDA del 6.35% por una menor generación del negocio, a pesar del mejor margen bruto presentado frente al 2019. Desde el 2020, la Compañía se encuentra realizando acciones con el objetivo de disminuir el gasto administrativo y comercial que el año pasado presentó un decrecimiento interanual del 7.2%.

Gráfico 4



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

Con corte mayo-2021, el EBITDA crece un 15.55%, por los mayores ingresos generados por la Compañía acompañado de un mejor control de los gastos operativos que presentan un decrecimiento interanual del 1.6%.

Hasta finales del 2021, esperamos que el EBITDA crezca un 5.8% pues se espera que los egresos

operativos crezcan un 9%, en línea con el crecimiento esperado de los ingresos.

Por otra parte, el ROA y el ROE terminaron el 2020 en 3.67% y 6.19% respectivamente. Con corte mayo-2021 estos indicadores se ubican en 4.20% y 6.82% respectivamente.

Estructura del Balance

ACTIVOS					
ACTIVOS	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	may-21
Total Activo Corriente	52%	54%	53%	51%	52%
Fondos Disponibles	2%	2%	6%	7%	6%
Inversiones corto plazo	12%	15%	9%	11%	15%
CxC Comerciales	13%	13%	11%	11%	10%
Inventarios Neto	24%	24%	20%	19%	17%
Gastos anticipados	1%	0%	1%	2%	2%
Total Activo No Corriente	48%	46%	47%	49%	48%
Propiedad, planta y equipo	38%	39%	40%	41%	40%
Inventarios no corrientes	2%	2%	2%	2%	2%
Propiedades de inversión	3%	1%	1%	0%	0%
Activo Financiero no Corriente	1%	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	3%	3%	4%	4%	4%
Otros activos	0%	0%	1%	1%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO					
PASIVOS	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	may-21
Total Pasivo Corriente	19%	21%	28%	26%	26%
Deuda Financiera CP	5%	9%	16%	14%	13%
Deuda Comercial	7%	7%	8%	8%	8%
Otros Pasivos CP	8%	5%	4%	4%	4%
Total Pasivo LP	16%	18%	15%	13%	12%
Deuda Financiera LP	9%	12%	7%	6%	5%
Otros pasivos LP	7%	7%	7%	7%	8%
PATRIMONIO	65%	61%	57%	61%	62%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

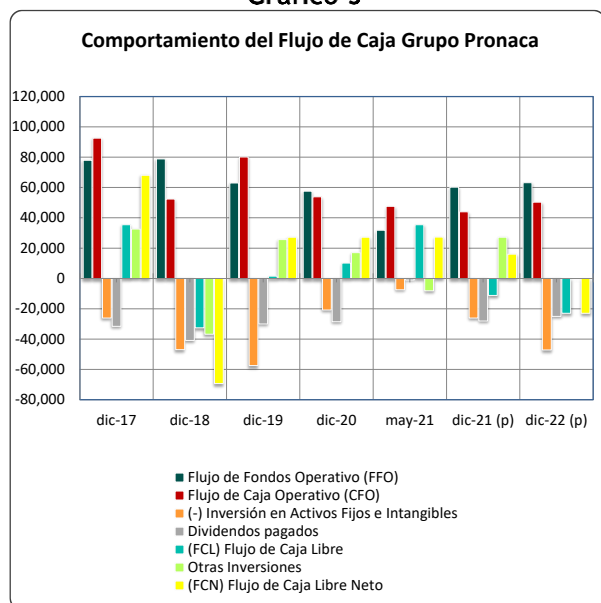
Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

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 5



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

En diciembre-2020, Grupo PRONACA presentó un CFO positivo, que se vio apoyado por la liberación de capital de trabajo, relacionado principalmente a inventarios y gastos acumulados por pagar. El CFO cubrió los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos con holgura, generando un Flujo de Caja Libre positivo de USD 10.2MM.

Para el 2021, esperamos que el CFO se ajuste a USD 35.8MM debido a una mayor necesidad de capital de trabajo relacionado principalmente inventarios y cuentas por cobrar comerciales.

Los días de cobro promedio se ubican históricamente cerca de los 33 días a finales del año. El Grupo utiliza un sistema de calificación de crédito para definir los límites de crédito a entregarse a los clientes. La Compañía no cuenta con un porcentaje significativo de cuentas por cobrar vencidas o deterioradas y para ciertos clientes se solicitan como colateral la entrega de hipotecas de bienes para garantizar la recuperación del crédito. También mantiene un seguro de crédito, con una cobertura entre el 60% y el 80% del riesgo expuesto.

Por el lado de las cuentas por pagar, históricamente se han encontrado en 33 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 57MM, para crecimiento en operaciones, eficiencia productiva e

inversiones de mantenimiento y reposición. Para el 2021 se espera inversiones en CAPEX por USD 26MM que se utilizarán en su mayoría para el mantenimiento de las instalaciones y para reponer su capacidad instalada.

En el 2022 se espera inversiones en CAPEX por USD 47MM que se utilizarán para la ampliación de la línea de cárnicos.

El CFO del 2021 no cubriría la totalidad de los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos esperado por USD 28MM por lo que se generaría un Flujo de Caja Libre negativo de USD 11.2MM, que será cubierto con la desinversión de inversiones temporales que mantiene la Compañía. El reparto de dividendos se declarará en el último trimestre del 2021 con el objetivo de salvaguardar la liquidez de la institución.

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 2020 el mismo fue de 1.83 veces a nivel de grupo y a la fecha de corte se ubica en 1.35 veces. No obstante, al considerar la deuda neta de caja y equivalentes esta relación mejora a 0.12 veces. Para el 2021, se espera que este indicador sea de 1.55 veces y de 0.27 veces al considerar la deuda neta de caja y equivalentes.

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 1.6 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 dos programas de papel comercial.

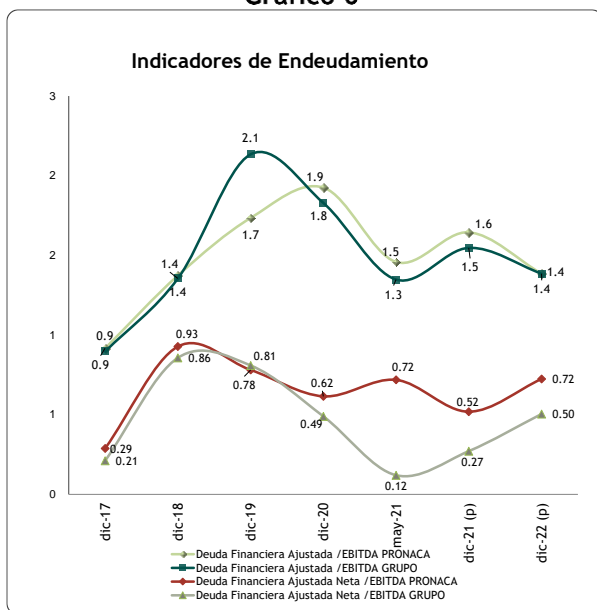
A la fecha de elaboración del presente informe, PRONACA se encuentra en proceso de negociación de un crédito con el IFC por USD 50MM para el financiamiento de CAPEX. PRONACA quiere seguir manteniendo abiertas sus líneas de crédito de largo plazo que provienen del exterior. Esas líneas le permitirán eventualmente soportar contingencias de falta de liquidez en el sistema bancario local.

Los vencimientos de préstamos se detallan a continuación:

	Préstamos bancarios locales	Papel comercial
2021	15,445	78,044
2022	6,942	
2023 en adelante	25,472	

El 20.2% 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 6



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

Capacidad de pago y Liquidez

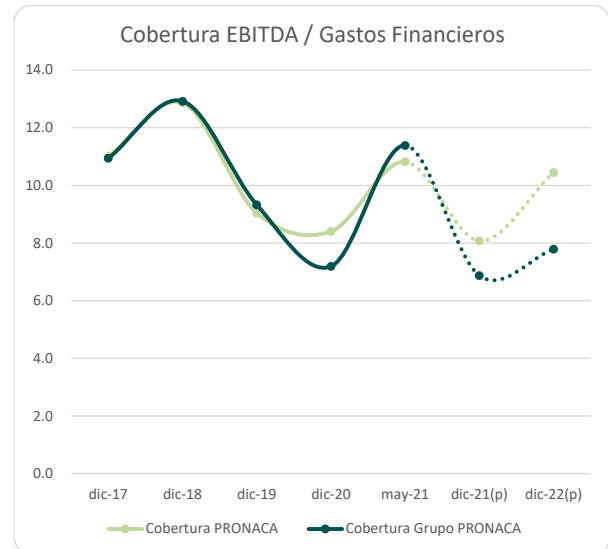
Históricamente el gasto financiero de la empresa en relación con el EBITDA ha sido holgado, lo cual refleja flexibilidad financiera por parte de la empresa.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (9.33 veces en 2019 y 7.19 veces en 2020). Con corte mayo-2021, el EBITDA cubre en 11.39 veces el gasto financiero. Hasta finales del 2021, esperamos que este indicador se ajuste a 6.9 veces.

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 7

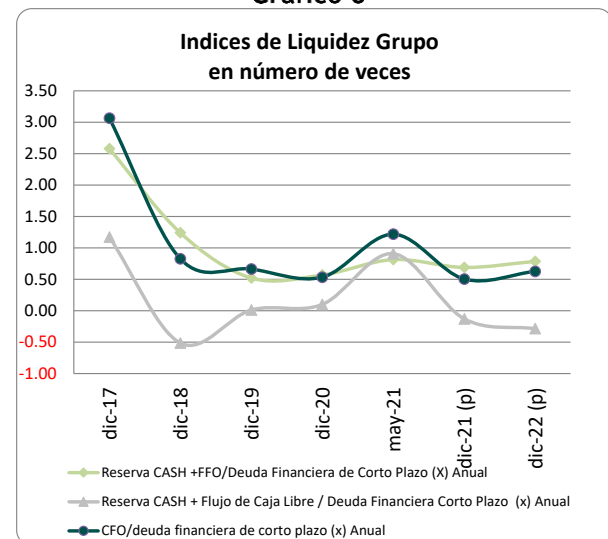


Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

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.

Gráfico 8



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

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE

QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

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	may-21
Activo Ajustado (USD M)	611,173
Activo Total (USD M)	717,435

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	71,725	71,725	8.52
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	47,859	119,584	5.11
3era	Deuda sin garantía específica de balance	148,083	267,667	2.28
TOTAL		267,667	267,667	2.28

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 2.28 veces con los activos ajustados. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

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 52% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 48% 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 mayo-2021 es de 2.60 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 mayo-2021 es de a 4.25 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.

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.

La Compañía mantiene en mercado de valores un saldo agregado de USD 80MM, que representa el 17.8% 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	16/7/2021

GRUPO PRONACA (Miles de USD)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	may-21	PROYECCIONES BWR	
						dic-21	dic-22
Resumen Balance							
Activo corriente	348,654	379,874	398,747	364,384	375,117	365,943	341,812
Activo no corriente	316,558	319,907	359,728	349,269	346,168	348,140	367,705
Total Activos	665,212	699,781	758,475	713,653	721,285	714,083	709,517
Pasivo corriente	125,678	146,390	212,912	183,352	184,208	190,295	181,658
Pasivo no corriente	106,624	129,446	110,142	93,565	88,832	93,764	98,856
Total Pasivos	232,302	275,836	323,054	276,917	273,040	284,059	280,514
Patrimonio	432,910	423,945	435,421	436,736	448,245	430,024	429,003
Resumen de Resultados							
Ventas	966,514	994,661	959,515	845,059	370,514	929,565	947,258
Costo de ventas	(771,519)	(796,334)	(786,154)	(686,254)	(299,935)	-753,372	-767,752
Otros ingresos operativos	946	731	763	594	-	-	-
Egresos operativos	(127,975)	(127,900)	(128,774)	(119,529)	(47,858)	-130,287	-130,287
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	67,966	71,158	45,350	39,870	22,721	45,906	49,219
Ingresos y gastos no operativos neto	-64	2,564	9,092	6,230	-3,212	-1,136	-1,136
Gasto Financiero del período	(9,461)	(8,241)	(9,363)	(10,974)	(3,475)	-12,516	-11,751
Impuesto a la renta	(16,043)	(17,139)	(7,628)	(8,119)	(3,469)	-10,966	-12,353
RESULTADO NETO DE LA GESTION	42,398	48,342	37,451	27,007	12,565	21,288	21,288
Otros resultados integrales	279	(2,547)	2,650	2,868	-	-	-
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	42,677	45,795	40,101	29,875	12,565	21,288	23,979
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	103,527	106,484	84,275	78,923	39,574	83,499	86,816
(-) Gasto Financiero del período	-9,461	-8,241	-9,037	-10,974	-3,475	-12,516	-11,751
(-) Impuesto a la renta del período	(16,159)	(19,455)	(12,264)	(10,399)	(4,247)	-10,966	-12,353
(-) Dividendos * preferentes * pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	77,907	78,788	62,974	57,550	31,852	60,017	62,712
(-) Variación Capital de Trabajo	14,640	-26,376	17,097	-3,731	15,714	-24,169	-9,573
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	92,547	52,412	80,071	53,819	47,566	35,848	53,139
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	4,412	4,641	10,144	9,879	2,538	5,017	5,017
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-4,476	-2,077	-1,052	-3,649	-5,750	-6,153	-6,153
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	552	224	-176	-512	-303	42	42
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-31,600	-40,841	-30,000	-28,560	-1,056	-28,000	-25,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-24,248	-45,699	-56,193	-20,044	-6,604	-25,196	-46,196
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,788	-1,235	-1,216	-748	-914	-914	-914
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	35,399	-32,575	1,578	10,185	35,477	-19,356	-20,065
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-44,042	51,450	31,442	-33,143	-16,330	-7,063	-9,935
OTRAS INVERSIONES NETO	32,638	-36,752	25,618	17,050	-8,205	27,227	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	-595	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	23,400	-17,935	58,638	-5,908	10,942	808	-30,000
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	71,011	53,075	111,712	105,750	116,666	106,558	76,558
Indicadores							
Patrimonio Tangible	402,221	393,702	354,767	397,066	398,774	384,613	383,555
% crecimiento en ingresos operativos	1.1%	2.9%	-3.5%	-11.9%	8.6%	9.9%	1.9%
MARGEN EBIT (%)	7.0%	7.2%	4.7%	4.7%	6.1%	4.9%	5.2%
MARGEN EBITDA (%)	10.7%	10.7%	8.8%	9.3%	10.7%	9.0%	9.2%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financier:	9.23	10.56	7.97	6.24	10.17	5.80	6.34
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	10.94	12.92	9.33	7.19	11.39	6.67	7.39
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	10.94	12.92	9.33	7.19	11.39	6.67	7.39
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexit	0.90	1.36	2.13	1.83	1.35	1.64	1.45
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.21	0.86	0.81	0.49	0.12	0.37	0.56
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	18%	25%	29%	25%	22%	24%	23%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.58	1.24	0.52	0.57	0.82	0.63	0.73
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.06	0.83	0.66	0.53	1.22	0.38	0.62
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	2.25	(1.09)	0.23	0.27	0.70	0.08	(0.23)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.25	(1.09)	0.23	0.27	0.70	0.08	(0.23)

PRONACA INDIVIDUAL						PROYECCIONES	
						BWR	
(Miles de USD)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	may-21	dic-21	dic-22
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	63,412	46,729	99,542	90,292	101,050	90,000	55,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	82,133	90,063	79,815	72,914	67,688	78,583	80,120
Inventarios	207,410	214,014	194,952	181,768	172,829	211,083	219,090
Activos fijos	241,656	247,409	268,273	261,558	259,173	262,097	283,636
Otros Activos	70,311	100,667	76,023	104,162	116,695	71,001	65,605
Total Activos	664,922	698,882	718,605	710,694	717,435	712,765	703,452
Cuentas por Pagar Proveedores	41,485	44,107	61,001	52,753	57,906	65,770	67,020
Deuda Financiera Total	92,477	143,941	139,407	144,047	127,736	138,167	122,236
Deuda Financiera Corto Plazo	29,834	63,153	80,313	100,705	93,489	96,391	82,236
Deuda Financiera Largo Plazo	62,643	80,788	54,970	41,566	32,471	40,000	40,000
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	4,124	1,776	1,776	1,776	0
Otros Pasivos	132,528	124,491	142,599	128,485	141,707	140,594	143,155
Total Pasivos	225,005	268,432	277,882	270,756	267,667	276,985	265,390
Patrimonio	439,917	430,450	440,723	439,938	449,768	435,779	438,061
Resumen de Resultados							
Ventas	927,789	961,155	930,913	818,439	360,812	910,104	927,396
Costo de ventas	(739,257)	(769,439)	(764,134)	(667,663)	(294,020)	(739,915)	(753,973)
Otros ingresos operativos	734	731	763	594	240	-	-
Egresos operativos	-120,326	-122,317	-123,364	-113,152	-46,189	-124,467	-124,467
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	68,940	70,130	44,178	38,218	20,843	45,722	48,956
Ingresos y gastos no operativos neto	-1,720	1,682	8,443	3,529	-3,551	-1,137	-1,137
Gasto Financiero del período	(9,157)	(8,144)	(9,202)	(9,206)	(3,458)	-10,142	-8,405
Impuesto a la renta	(15,514)	(16,650)	(7,131)	(7,519)	(3,260)	-10,602	-12,132
RESULTADO NETO DE LA GESTION	42,549	47,018	36,288	25,022	10,574	23,841	27,282
Otros resultados integrales	-400	-2,594	2,610	2,749	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	42,149	44,424	38,898	27,771	10,574	23,841	27,282
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	100,823	104,772	80,365	74,812	36,496	79,933	83,167
(-) Gasto Financiero del período	-9,157	-8,144	-8,887	-8,903	-3,372	-10,142	-8,405
(-) Impuesto a la renta del período	-15,624	-19,002	-11,681	-9,633	-4,003	-11,641	-12,132
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	76,042	77,626	59,797	56,276	29,121	58,150	62,629
(-) Variación Capital de Trabajo	15,093	-27,374	25,897	-4,006	18,108	-23,950	-11,651
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	91,135	50,252	85,694	52,270	47,229	34,200	50,978
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,982	4,371	9,580	7,216	2,033	5,017	5,017
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-5,702	-2,689	-1,137	-3,687	-5,584	-6,153	-6,153
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	1,835	1,478	-174	2,297	48	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-31,600	-40,000	-30,000	-28,556	-1,055	-28,000	-25,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-22,414	-33,667	-48,739	-19,174	-6,383	-24,000	-45,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,777	-1,235	-1,209	-686	-922	-686	-686
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	35,459	-21,490	14,015	9,680	35,366	-19,623	-20,845
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-40,097	51,464	-8,658	6,988	-16,311	-5,880	-14,155
OTRAS INVERSIONES NETO	25,281	-46,657	47,457	-25,794	-8,391	25,211	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	20,643	-16,683	52,814	-9,126	10,759	-292	-35,000
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	63,412	46,729	99,542	90,292	101,050	90,000	55,000
Indicadores							
Patrimonio Tangible	350,969	347,821	340,426	339,545	343,506	325,860	328,538
% crecimiento en ingresos operativos	1.6%	3.6%	0.0%	-12.1%	9.7%	11.1%	1.9%
MARGEN EBIT (%)	7.4%	7.3%	4.7%	4.7%	5.8%	5.0%	5.3%
MARGEN EBITDA (%)	10.9%	10.9%	8.6%	9.1%	10.1%	8.8%	9.0%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	9.30	10.53	7.73	7.32	9.64	6.73	8.45
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	11.01	12.86	9.04	8.40	10.82	7.88	9.89
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	11.01	12.86	9.04	8.40	10.82	7.88	9.89
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.92	1.37	1.73	1.93	1.46	1.73	1.47
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.29	0.93	0.50	0.72	0.30	0.60	0.81
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	17%	25%	24%	25%	22%	24%	22%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.55	1.23	0.74	0.56	0.75	0.60	0.76
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.05	0.80	1.07	0.52	1.21	0.35	0.62
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	1.19	(0.34)	0.17	0.10	0.91	(0.20)	(0.25)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.04	(1.08)	0.77	(0.16)	0.89	0.06	(0.25)

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 2021.