

Ecuador  
Papel Comercial  
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
VIII Programa de Papel Comercial	AAA	NR	NR

**Calificación Actual:** Calificación otorgada en el último comité de calificación.

**Calificación Anterior:** Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

**Último Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

**NR:** No registra cambio de calificación.

#### Definición de la calificación:

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

### Resumen Financiero

(USD Millones)	2020 (diciembre)	2021 (diciembre)
Activos	710.7	789.6
Ventas	818.4	961.6
Margen EBITDA (%)	9.14%	9.92%
ROE (%)	5.84%	8.68%
Deuda / capitalización (%)	24.67%	27.63%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.52	0.65
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.10	0.00
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)	1.93	1.78
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	2.56	2.30

Fuente: EEFF Pronaca C.A. individuales  
Elaboración: BWR

#### Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA  
(5932) 226 9767; Ext. 105  
cordonez@bwratings.com

Francisco Vargas  
(5932) 226 9767  
fvargas@bwratings.com

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de AAA al VII y VIII Programa de Papel Comercial analizados 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 las emisiones calificadas y demás compromisos financieros de la empresa. Dicho criterio reconoce las características de corto plazo de los instrumentos empleados 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 las transacciones.

**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, cartera de clientes y proveedores diversificados. 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 manifiesta 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 líneas de crédito tanto locales 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 LAS EMISIONES CALIFICADAS**

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	Hasta 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.
Agente Estructurador	ECUABURSÁTIL CASA DE VALORES S.A.
Agente Colocador	ECUABURSÁTIL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador	DCV-BCE
Rep. Obligacionistas	BONDHOLDER REPRESENTATIVE

VIII Programa de Papel Comercial	
Emisor	Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00004738
Fecha de Aprobación SCVS	11-ago-20
Clase	A
Monto Programa	20,000,000
Monto en circulación	20,000,000
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	Hasta 359 días
Fecha Vencimiento Programa	1-ago-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.
Agente Estructurador	ECUABURSÁTIL CASA DE VALORES S.A.
Agente Colocador	ECUABURSÁTIL CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador	DCV-BCE
Rep. Obligacionistas	BONDHOLDER REPRESENTATIVE

En cuanto al Rescate Anticipado de estos dos programas:

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.

**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. El Banco Mundial estima que en 2020 el PIB de todo el planeta se habría contraído en 3.5%, mientras que el de América Latina y el Caribe lo habría hecho en 6.5%<sup>1</sup>.

Así mismo, el Banco Mundial estima que en 2021 la economía del mundo crecerá en 5.6% (1.6% más de lo proyectado a enero de 2021), gracias principalmente a la rápida recuperación registrada por Estados Unidos y China<sup>2</sup>. La reactivación económica trajo consigo el aumento en los precios mundiales del petróleo y materias primas, ocasionado por mayor demanda, fenómenos naturales y sobrecostos por medidas de bioseguridad y transporte de productos. Sin embargo, el incremento en los precios es considerado momentáneo<sup>3</sup>. Por otro lado, para América Latina el indicador es un poco más alentador, sujeto a la disminución en muertes por COVID y el incremento de la vacunación a sus poblaciones. Se teme sin embargo que para 2022 y 2023 los indicadores de crecimiento caigan bajo el 3% para la región latinoamericana, similares a los niveles de 2010, trayendo consigo preocupaciones por el desarrollo y la igualdad, ya

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

<sup>2</sup> EE. UU. y China impulsarán crecimiento en 2021, afirma Banco Mundial - [https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-](https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-impulsar%C3%A1n-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703)

[impulsar%C3%A1n-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703](https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects)

<sup>3</sup> Ocho razones para la subida de precios de las materias primas- <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ocho-razones-para-la-subida-de-precios-de-las-materias-primas/>

que estos reflejan las grandes brechas en distribución del ingreso todavía muy marcadas.

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 (OCP), que afectó la producción de petróleo.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una contracción del PIB de -7.8% en 2020. Al segundo trimestre de 2021, se evidencia un crecimiento interanual de 8.4%. El BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.02% en 2021, alineado con el 3% pronosticado por el Banco Mundial en octubre-2021.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los primeros trimestres de 2019-2021, tomado del BCE.

Indicador	2019.I	2019.II	2020.I	2020.II	2021.I	2021.II
Producto Interno Bruto (PIB)	-0.63%	0.21%	-1.10%	-10.88%	0.86%	2.10%
Importaciones	0.89%	0.23%	5.80%	-19.84%	7.61%	-3.31%
Consumo final Hogares	-1.36%	-0.04%	-0.45%	-11.16%	3.54%	1.19%
Consumo final Gobierno	-3.68%	0.75%	-0.70%	-7.03%	-2.00%	4.37%
Formación Bruta de Capital Fijo	-1.96%	-1.06%	-2.99%	-15.95%	2.18%	-0.98%
Exportaciones	0.01%	4.45%	0.38%	-14.65%	-5.29%	1.94%

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo esperado no representa una recuperación para ningún segmento excepto para las exportaciones apoyadas especialmente por los mejores precios del petróleo y de las exportaciones de camarón por una mayor demanda y por mejores precios. Las importaciones alcanzarán también un crecimiento mayor al del PIB y al de las exportaciones.

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. Se espera que la manufactura con un crecimiento cercano a 3% muestre mejor comportamiento que sector de la construcción que mantendría aún una disminución de 1.42%, según las cifras del BCE. A continuación, una tabla con expectativas de comportamiento de las industrias ecuatorianas para 2021:

Industrias	part%	crec %
Manufactura (excepto refinación de petróleo)	11.9%	3.13%
Comercio	10.2%	3.67%
Petróleo y minas	8.9%	3.41%
Enseñanza y Servicios sociales y de salud	8.8%	2.48%
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	8.3%	2.89%
Construcción	7.6%	-1.42%
Transporte	6.8%	1.22%
Administración pública, defensa; planes de seguridad social obligatoria	6.5%	-0.23%
Demás actividades*	31.0%	2.6%

\*para el crecimiento de las demás actividades se consideró un promedio ponderado de estas

En el segundo trimestre la economía muestra una ligera recuperación dado el avance del proceso de vacunación y las perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, y las perspectivas políticas en el entorno nacional, y en las relaciones con los organismos internacionales.

Los resultados electorales favorables a la inversión privada, a la lucha contra la corrupción y a una gestión eficiente de recursos ha fomentado en el entorno operativo del Ecuador un ambiente de confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país.

El riesgo país, en marzo de 2020 cerró en 6.063 puntos base, el nivel más alto en los últimos diez años, y una calificación de "Restricted Default" otorgada por FITCH Ratings. Luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización, el indicador bajó más de trescientos puntos, desde entonces ha fluctuado alrededor de 847 puntos hasta el 31 de octubre. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador es de B-.

Se espera que la ley orgánica reformativa del Código Orgánico Monetario y Financiero para la defensa de la dolarización fortalezca el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie directa o indirectamente al gobierno central, al ministerio de finanzas, a los gobiernos autónomos descentralizados o las necesidades de instituciones del sector público o de propiedad pública a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero. Según el Ministro de Finanzas de ese entonces, Mauricio Pozo (El Comercio, 24 abril de 2021), 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

Por otro lado, el precio del petróleo que ha subido (precio promedio podría llegar a USD60/b) ayuda a la caja fiscal que espera alrededor de USD1.400 millones más, por este rubro que el año anterior.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al coronavirus persiste.

El crecimiento para el país se basa en mejores precios del petróleo y el consiguiente efecto positivo en los ingresos, en el comportamiento esperado se daría también por el avance en la vacunación. Las expectativas menos optimistas para el 2022, responden a que se produzcan disturbios sociales por el descontento de algunos sectores de la población.

El crecimiento del Ecuador depende de inversión privada (política de austeridad en el sector público) y de la ayuda de los multilaterales.

Al momento y frente a otros países de la región el país ofrece un buen escenario para la inversión considerando la tendencia política de los líderes de los otros países.

En septiembre 2021 se anunció un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional, que le permitirá conseguir hasta el 2022 USD 1,500 millones de parte del FMI y USD 4,500 de otros multilaterales<sup>4</sup>. Adicionalmente, en agosto de 2021 el FMI entregó USD 1,000 millones a Ecuador por la liberación de Derechos Especiales de giro, como parte de su objetivo global de proporcionar liquidez al sistema económico mundial.

El acuerdo con el FMI descarta la reforma tributaria propuesta originalmente, y plantea compensarlo con menores gastos, mejoras en la recaudación y mayor producción petrolera<sup>5</sup>. El representante del FMI en Ecuador destacó el cumplimiento de las metas por parte del país, sin embargo, se recalca la necesidad de fortalecer las finanzas públicas (frente al incumplimiento mínimo de acumulación de depósitos del sector público no financiero)<sup>6</sup>.

Los temas mencionados han propiciado un clima de mayor confianza en el Ecuador tanto en los mercados locales como internacionales que esperamos promuevan inversiones y por tanto empleo y financiamiento menos costoso. Se mantienen los esfuerzos por parte del gobierno en mantener una agenda comercial diversa y activa, con las negociaciones con México y el ingreso de

país a la Alianza del Pacífico, importante socio comercial.

En el mes de diciembre 2021 el presidente Guillermo Lasso anunció el incremento de USD 25 al salario básico unificado del 2022 y emitió el Decreto 286 donde dispuso al Ministerio de Trabajo poner en consideración del Consejo Nacional de Trabajo y Salarios este incremento en el SBU, dando cumplimiento a su promesa de campaña de incrementar el SBU a USD 500 progresivamente durante su mandato.<sup>7</sup>

Si bien esta decisión profundizará la falta de competencia de los productos ecuatorianos en los mercados internacionales, podría incentivar la demanda local y sobre todo estabilizar la situación social y política.

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

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. Hasta el tercer trimestre del 2021 existe un crecimiento acumulado del 3.4% en sus ingresos, sin embargo, en diciembre del 2020 presentó una caída del 6.9%. Por otro lado, las ramas que mostraron las mayores variaciones interanuales negativas en el 2020 muestran las siguientes cifras previstas para diciembre 2021: fabricación de equipos de transporte (0.1%), producción de madera y sus productos (-1.1%) y producción de minerales no metálicos (6.3%). Estas mismas tienen la previsión de mayor crecimiento para el 2022 dentro del sector, según el BCE.

En el tercer trimestre del 2021 el PIB de esta industria reportó un crecimiento interanual de 0.3%, similar al del PIB nacional de 0.5%.

<sup>4</sup> Ecuador acuerda un crédito de 6.000 millones de dólares con el FMI - <https://www.dw.com/es/ecuador-acuerda-un-cr%C3%A9dito-de-6000-millones-de-d%C3%B3lares-con-el-fmi/a-59127592>

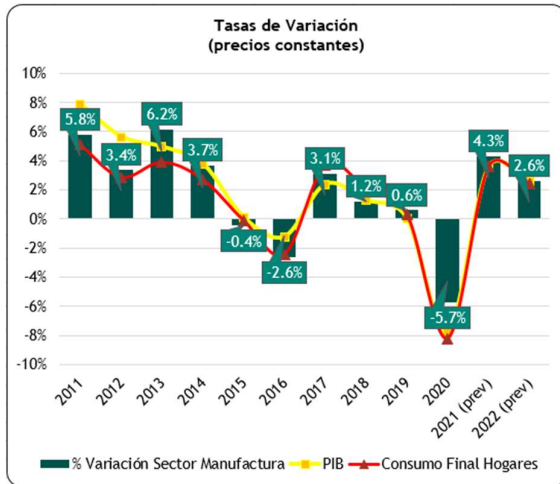
<sup>5</sup> El Universo - "Acuerdo técnico con el FMI, que se conocerá hoy, marcaría ruta hacia superávit, sin fuerte reforma tributaria y mayor plazo" - <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/exp>

ectativa-de-analistas-y-mercados-por-conocer-las-cifras-del-acuerdo-del-ecuador-con-el-fmi-nota/.

<sup>6</sup> Primicias - "Renegociación del acuerdo con el FMI se concretará a fines de septiembre" - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/septiembre-nuevo-acuerdo-ecuador-fmi/>.

<sup>7</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/salario-basico-sube-ecuador-trabajadores-costo/>

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. Este es esencial para la actividad productiva de Pronaca. Además, el Gobierno busca que la demanda local de este producto se 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 compraventa del producto se maneja a través de un sistema de intermediación entre productores y compradores. Por último, los gremios aseguran que la cosecha nacional de maíz no cubre sino el 90% de las necesidades internas.

Para el 2021, y lo que va del 2022, rige el mismo precio mínimo de sustentación para el maíz del año anterior, es decir, USD 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 firmado 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.<sup>8</sup> En otras palabras, evitar la manipulación del precio dentro de la cadena agroalimentaria, pues el valor puede estar meramente establecido por la escasez del producto en el país.

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. La especulación actual de los precios puede llegar a encarecer los precios de los avicultores nacionales. Por otro lado, el consumo de los productos avícolas se vio transformado durante la pandemia, girando hacia la demanda virtual y entregas a domicilio del producto. Como resultado, existe mayor competencia y el mercado autorregula el precio de venta al público.

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.<sup>9</sup>

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

<sup>8</sup> <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,e%207%20de%20febrero%20pasado.>

<sup>9</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/productores-balanceado-maiz-ecuador/>

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 7,223 colaboradores directos, que atienden a 106,730 clientes a través de 192 autoservicios, 79,917 tiendas tradicionales, 18,682 restaurantes, 2,650 clientes de mercados populares y 34 clientes industriales. En ninguna compañía del Grupo se ha conformado Comité de Empresa ni se han presentado problemas laborales.

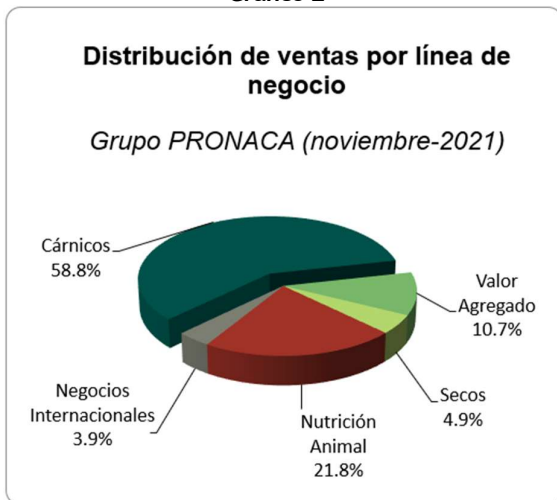
21.8% de los ingresos y mediante esta se comercializa alimentos para mascotas y balanceados para animales de granja. Un 10.7% de las ventas corresponden a la línea de Valor Agregado, línea en que se comercializa embutidos, platos preparados, congelados y productos del mar. El 4.9% restante corresponde a la línea de Secos, que agrupa la venta de conservas y huevos y la línea de Negocios Internacionales que comercializa palmito.

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 no han mostrado una variación significativa. Estos se detallan a continuación:

Gráfico 2



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 58.8% 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

CANAL	Porcentaje (%)
Canal Indirecto Distribuidores Zonales	28.8%
Canal Autoservicios	22.1%
Canal Food Service	18.7%
Canal Tradicional, Aves en Pie, Mercados Populares	27.6%
Canal Industrial	2.0%
Otros	0.7%

Fuente: Pronaca C.A. Información con corte noviembre-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 autoservicios por la reducción en las limitaciones a la libre movilización y el mayor número de personas vacunadas. Como resultado más clientes compran directamente a través de supermercados.

La empresa se desenvuelve en un mercado competitivo donde sus principales rivales son

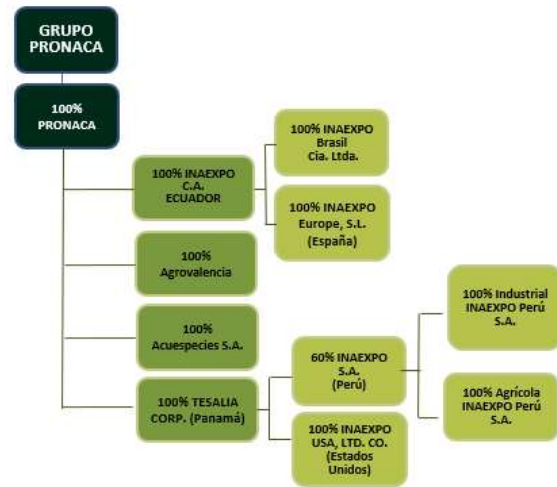
empresas locales y microempresarios. Sin embargo, Pronaca cuenta con posicionamiento de su marca y capacidad de insertar sus productos de forma masiva en zonas pobladas. En cuanto a productos sustitutos y directos que compiten con los de Pronaca, existen diversas alternativas de distintas calidades y marcas dependiendo de la línea de negocios específica. La Compañía mantiene un 29.6% de participación en el mercado de cárnicos, lo cual respalda su liderazgo dentro de la industria. Además, su capacidad instalada y de distribución a nivel nacional funcionan 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. Cuenta con un equipo técnico dedicado a la selección de inversiones y desinversiones, bajo la Vicepresidencia de Finanzas y Planeación.

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**

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: GRUPO Pronaca C.A.

Actualmente la empresa mantiene operaciones de tipo comercial con sus subsidiarias. Pronaca es generador del 97.8% de las ventas y aporta con prácticamente la totalidad de los resultados netos del Grupo. Parte de este resultado se debe a la absorción de INCA, transacción efectiva a partir del 1 de enero de 2021. Por otro lado, Pronaca absorbe el total del apalancamiento financiero de las subsidiarias actuales, mientras que INAEXPO y Agrovalencia son las únicas subsidiarias que generan resultados positivos a la fecha de corte.

A mayo-2021 la participación en las subsidiarias representa el 8.84% de los activos del balance individual de Pronaca. Por otro lado, el 13 de agosto del 2021 Pronaca recibió el aval de la Superintendencia de Control del Poder de Mercado para la compra y arrendamiento de los activos productivos de Avícola Ecuatoriana C.A. (Avesca).

**ACCIONISTAS Y SOPORTE**

A diciembre-2021 el patrimonio de GRUPO Pronaca C.A. es de USD 449MM, y de este el 91% corresponde a capital social.

La Junta General de Accionistas resolvió aumentar el capital suscrito de la Compañía en USD 3.6MM en 2020 y en 2021 se hizo un aumento de capital por USD 2.6MM. En consecuencia, el capital suscrito y pagado es de USD 407.2MM.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Capital en USD (miles)	% Participación
INDUSTRIA PECUARIA ANDINA HOLDING S.L.	203,583	50.00%
PROTEINAS Y GRANOS ANDINOS HOLDING S.L.	203,583	50.00%
<b>TOTAL</b>	<b>407,166</b>	<b>100.00%</b>

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 15 países, cuenta con más de 40,000 colaboradores y una trayectoria de más de 100 años. Entre sus líneas de negocio se encuentran la franquicia de restaurantes Pollo 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 27.4% de la capitalización<sup>10</sup> de la Compañía, un incremento de alrededor del 5% provocado por nuevas obligaciones de largo plazo. 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 2020, 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. Respecto a los dividendos correspondientes a las utilidades obtenidas en el año 2021 se espera tendrán un valor similar al de años anteriores.

#### 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 se formalizó en los estatutos de la Compañía en enero-2019.

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 un máximo de 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. Mediante reforma a los estatutos en junio 2021 se nombró a dos directores patrimoniales y un director suplente. Además se eliminó la figura de comisario. Los dos nuevos directores patrimoniales son José Gregorio Baquero y Luis Gerardo Bakker Villacreses.

José Gregorio Baquero es CEO de CMI alimentos, lleva 12 años siendo parte de la corporación, primero como director externo y luego como CEO. Su experiencia incluye 22 años como socio de Booz & Company, donde también trabajó como consultor de CMI. Por otro lado, Luis Gerardo Bakker Villacreses fue el anterior Presidente Ejecutivo de Pronaca.

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 Planeación, y el

<sup>10</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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. Sin embargo, se busca generar crecimiento de volumen de ventas a pesar del alza de precios de materias primas en el mercado. Además, se encuentran en la búsqueda constante de reducción de costos y mejorar su eficiencia donde la utilización de tecnología es primordial.

Las Vicepresidencias están 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 diciembre-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 2022, 2023 y 2024. 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.

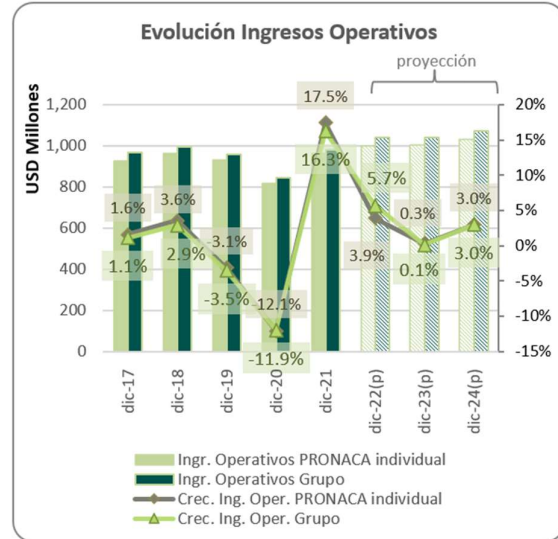
Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría 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.

**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. Además, se evidencian los resultados de impulsar el crecimiento de la empresa, sea orgánica o inorgánicamente. La Compañía actualmente se encuentra en una etapa de madurez de sus productos tradicionales y su evolución se encuentra ligada a la economía en general y al consumo de los hogares. Pronaca ha logrado cumplir metas de venta en cuanto a volumen, aun considerando el alza de precios de materias primas

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 3**



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

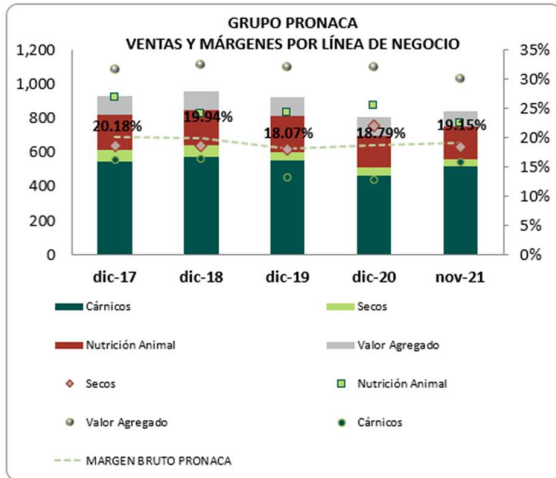
A diciembre 2021, los ingresos operativos del Grupo crecen interanualmente en 16.3%, como consecuencia de la reactivación económica que ha influido en mayores ventas de las esperadas en la línea de cárnicos. Cabe recalcar un rendimiento superior al esperado en la venta de palmito, lo cual impulsa las ventas especialmente del Grupo. Todo esto provocado por la rehabilitación de los diferentes canales de venta tras los efectos de pandemia. Además, el lineamiento estratégico de Pronaca es seguir innovando en la base de la pirámide con embutidos y productos de cerdo y pollo. De igual forma, se dispone de inversiones futuras para generar un crecimiento significativo en la línea de cerdo y sus productos derivados.

Nuestra proyección del 2022 para el grupo considera un crecimiento en ventas del 5.8% con un nivel de ingresos estimado en USD 1,039 MM, mientras que para finales del 2023, el grupo consideramos un crecimiento casi nulo pues la Compañía permanece bajo una visión de crecimiento conservadora para dicho año.

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

Para diciembre del 2021 el margen bruto es de 19.17%, superior a la expectativa inicial. Para 2022 se considera una disminución de este a 18.79%, en línea con las proyecciones del emisor, y la expectativa de un mayor costo promedio de las principales materias primas.

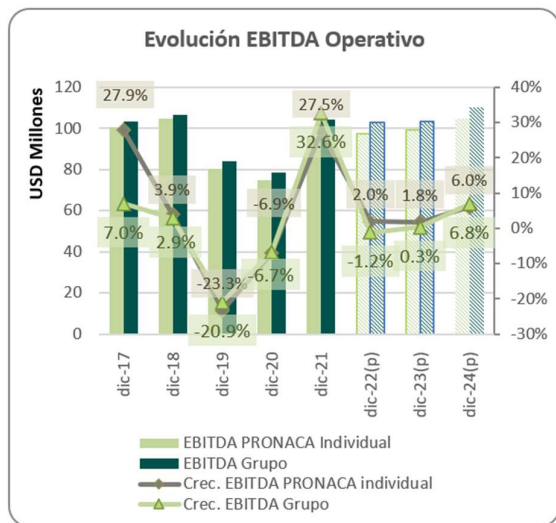
**Gráfico 4**



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

El EBITDA muestra volatilidad en sus variaciones porcentuales en el periodo analizado. Este fluctúa en línea con las ventas y la eficiencia operativa. En 2021, se observó un crecimiento del EBITDA del 32.6% principalmente por una mayor generación del negocio, acompañado de un mejor margen bruto, que absorbieron un mayor gasto administrativo y comercial para impulsar sus nuevas líneas de producto.

**Gráfico 5**



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

Hasta finales del 2022, esperamos que el EBITDA del grupo decrezca un -1.2% por la presión sobre el margen bruto. Por otro lado, se espera también que los gastos administrativos y comerciales crezcan para soportar las ventas de los nuevos productos.

Por otra parte, el ROA y el ROE terminaron el 2021 en 5.1% y 9.47% respectivamente, resultados

superiores a los del 2020, que demuestran que la mayor generación se vio reflejada de igual forma en los resultados netos del año.

**Estructura del Balance**

ACTIVOS					
ACTIVOS	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Total Activo Corriente	52%	54%	53%	51%	55%
Fondos Disponibles	2%	2%	6%	7%	4%
Inversiones corto plazo	12%	15%	9%	11%	16%
CxC Comerciales	13%	13%	11%	11%	11%
Inventarios Neto	24%	24%	20%	19%	21%
Gastos anticipados	1%	0%	1%	2%	2%
Total Activo No Corriente	48%	46%	47%	49%	45%
Propiedad, planta y equipo	38%	39%	40%	41%	37%
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%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
PASIVO Y PATRIMONIO					
PASIVOS	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Total Pasivo Corriente	19%	21%	28%	26%	27%
Deuda Financiera CP	5%	9%	16%	14%	12%
Deuda Comercial	7%	7%	8%	8%	11%
Otros Pasivos CP	8%	5%	4%	4%	4%
Total Pasivo LP	16%	18%	15%	13%	17%
Deuda Financiera LP	9%	12%	7%	6%	9%
Otros pasivos LP	7%	7%	7%	7%	8%
PATRIMONIO	65%	61%	57%	61%	56%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

Dentro del balance general es notorio el aumento de inversiones temporales que llegan a incrementar el activo corriente al nivel más alto en el histórico demostrado. Esto mejora liquidez a la empresa, y son recursos disponibles para realizar a futuro inversiones de capital alineadas a la estrategia corporativa.

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.

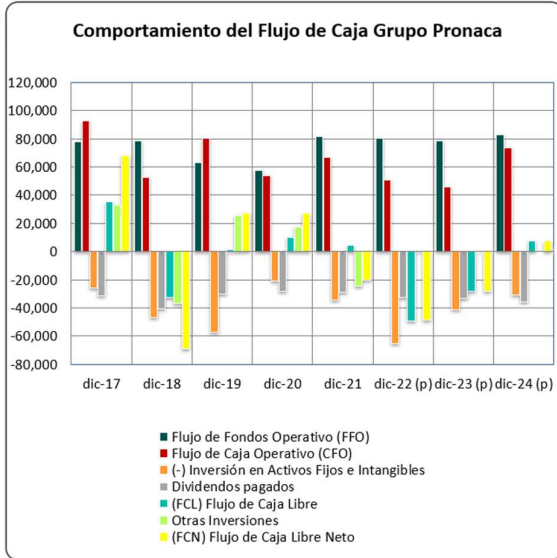
**Flujo de caja, endeudamiento y tendencias**

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 tenido una variabilidad no significativa 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 al mismo tiempo asegurar su disponibilidad. Por otro lado, el emisor tiene 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-2021, Grupo Pronaca presentó un CFO positivo, que se vio apoyado por los resultados que sobrepasaron la expectativa del año. El CFO cubrió los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos. Si bien el Flujo de Caja Libre (FCL) es positivo, la deuda financiera se incrementa y dichos recursos se utilizan para incrementar las inversiones financieras y, por tanto, sus reservas de liquidez.

Para el 2022, esperamos que el CFO del Grupo se ajuste a USD 51.1MM debido a una mayor necesidad de capital de trabajo relacionado principalmente con inventarios y cuentas por cobrar comerciales, además del menor EBITDA esperado.

Los días de cobro promedio se ubican en 2021 en 33 días, indicador alineado su promedio histórico. El Grupo utiliza un sistema de calificación de crédito para definir los límites de financiamiento para cada cliente. La Compañía no cuenta con un porcentaje significativo de cuentas por cobrar vencidas o deterioradas y para ciertos clientes se solicita como colateral la entrega de hipotecas de bienes para garantizar su recuperación. También mantiene un seguro de crédito, con una cobertura entre el 60% y el 80% del riesgo expuesto.

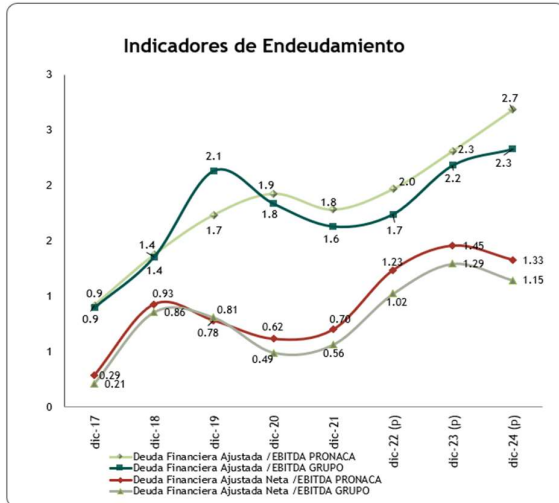
Por el lado de las cuentas por pagar, históricamente se han encontrado en 33 días, aunque se aprecia en 2021 estas llegan a 40 días y el grupo espera incrementar este tipo de financiamiento en los próximos años. Respecto al inventario (materia prima, producto en proceso y terminado, activo biológico corriente y no corriente), la empresa espera mantener en 2022 un nivel de inventario suficiente para mitigar el riesgo de eventos coyunturales que generen desabastecimiento de sus principales materias primas.

En relación con las inversiones de capital (CAPEX), observamos que, de los periodos anteriores, 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 pero en 2020 y 2021 estas fueron más reducidas, en función de la incertidumbre del entorno operativo. Para el 2022 se esperan inversiones en CAPEX por USD 67.4MM que se utilizarán en su mayoría para la ampliación de la línea de cárnicos, que tuvo un buen desempeño en el 2021.

El CFO del 2022 no cubriría la totalidad de los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos esperado, por lo que se generaría un Flujo de Caja Libre negativo de USD 48.6MM, que será cubierto principalmente con la utilización de sus excedentes de liquidez.

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 2021 el mismo fue de 1.63 veces a nivel de grupo. No obstante, al considerar la deuda neta de caja y equivalentes esta relación mejora a 0.56 veces. Para el 2022, se espera que este indicador sea de 1.74 veces y de 1.02 veces al considerar la deuda neta de caja y equivalentes.

**Gráfico 7**



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

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 2 veces y debajo de 1.3 veces al considerar la deuda neta de efectivo y equivalentes.

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 extranjeros, además de dos programas de papel comercial.

A fines de 2021 Pronaca obtuvo un crédito del IFC por USD 50MM para el financiamiento de CAPEX durante los años consiguientes. 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, y aprovechar oportunidades de tasas de interés menores gracias a la diversificación de sus fuentes de fondeo.

El 29.47% de la deuda financiera vence en el largo plazo. Esta estructura tiene como objetivo facilitar de inversiones en CAPEX cuyo retorno se da en un horizonte de planificación de largo plazo. Por otro lado, permite ejecutar el plan de CAPEX de manera gradual en los próximos dos a tres años.

Los vencimientos de préstamos se detallan a continuación:

USD Miles	Préstamos bancarios locales	Préstamos bancarios exterior	Papel comercial
2022	14,169		79,834
2023	13,326	-	
2024	6,840	4,545	
2025 en adelante	4,160	45,455	

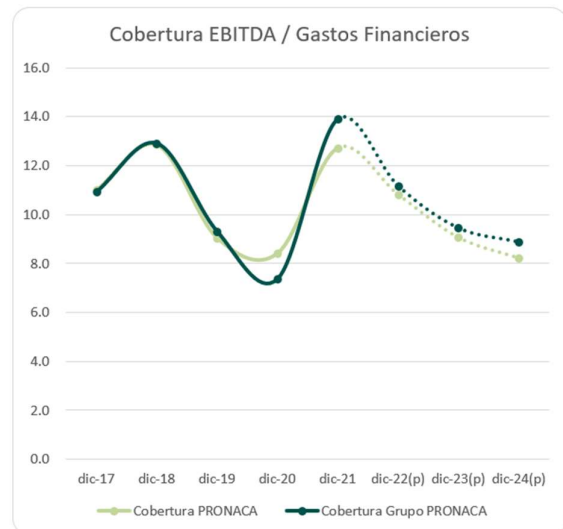
**Capacidad de pago y Liquidez**

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 y del Grupo.

El EBITDA en los últimos años ha cubierto ampliamente al gasto financiero (7.4 veces en 2020 y 13.9 veces en 2021). En 2021 este gasto ha llegado a su menor valor en términos absolutos dentro del período analizado. Esperamos que a futuro el emisor mantenga un indicador holgado de cobertura.

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 ha manejado una posición más holgada de liquidez, tanto en fondos disponibles como en inversiones temporales, para hacer frente a eventos no esperados.

**Gráfico 8**



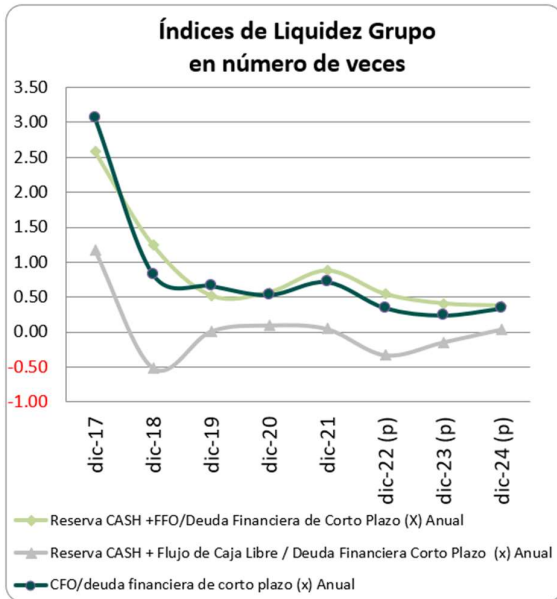
Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.  
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

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.

Por último, la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país, y sus emisiones tienen amplia aceptación en el mercado de valores ecuatoriano.

Gráfico 9



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

**POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS**

Las emisiones calificadas en este informe tienen garantía general, por lo cual están respaldadas 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 al 24 millones en cuentas por cobrar y USD 36 millones de inventarios para el VII Programa de Papel Comercial. De igual forma, USD 8 millones en cuentas por cobrar y USD 12 millones de inventarios correspondientes al VIII Programa de Papel Comercial. Las cuentas por cobrar a clientes que respaldan ambos programas de 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	dic-21
Activo Ajustado (USD M)	680,570
Activo Total (USD M)	789,630

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	84,229	84,229	8.08
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	88,367	172,596	3.94
3era	Deuda sin garantía específica de balance	171,719	344,315	1.98
<b>TOTAL</b>		<b>344,315</b>	<b>344,315</b>	<b>1.98</b>

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 1.98 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 estas emisiones estarían dentro del límite legal establecido por ley.

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. Cabe indicar que el patrimonio de la empresa supera el monto de los activos no corrientes.

**RESGUARDOS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS**

Para el VII y VIII Programa de Papel Comercial, Pronaca C.A. se obliga a cumplir 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 diciembre-2021 es de 2.22 veces.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  3. Mantener durante la vigencia de las emisiones 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 diciembre-2021 es de a 6.17 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 de los dos programas de papel comercial analizados en este informe, 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 DE LOS VALORES 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 se han negociado los valores del VII Programa de Papel Comercial en mercado secundario según el detalle del cuadro a continuación:

Fecha	# Dias Negociados	# Transacciones	Monto Negociado (USD)	# Dias Bursátiles	Presencia Bursátil
jun-21	0	0	0	22	0%
jul-21	0	0	0	22	0%
ago-21	1	1	21.000	21	5%
sep-21	0	0	0	22	0%
oct-21	0	0	0	20	0%
nov-21	0	0	0	19	0%
dic-21	0	0	0	22	0%

Respecto al VIII Programa de Papel Comercial, este no registra negociaciones en mercado secundario entre junio y diciembre del 2021.

A la fecha de corte de este análisis, Pronaca mantiene únicamente las emisiones analizadas en este informe.

GRUPO PRONACA						PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Resumen Balance</b>								
Activo corriente	348,654	379,874	398,747	364,384	439,690	451,898	504,388	550,528
Activo no corriente	316,558	319,907	359,728	349,269	360,297	392,092	400,341	397,679
<b>Total Activos</b>	<b>665,212</b>	<b>699,781</b>	<b>758,475</b>	<b>713,653</b>	<b>799,987</b>	<b>843,990</b>	<b>904,729</b>	<b>948,207</b>
Pasivo corriente	125,678	146,390	212,912	183,352	214,677	291,623	339,525	369,888
Pasivo no corriente	106,624	129,446	110,142	93,565	136,673	101,220	111,130	120,563
<b>Total Pasivos</b>	<b>232,302</b>	<b>275,836</b>	<b>323,054</b>	<b>276,917</b>	<b>351,350</b>	<b>392,843</b>	<b>450,655</b>	<b>490,451</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>432,910</b>	<b>423,945</b>	<b>435,421</b>	<b>436,736</b>	<b>448,637</b>	<b>451,147</b>	<b>454,074</b>	<b>457,756</b>
<b>Resumen de Resultados</b>								
Ventas	966,514	994,661	959,515	845,059	982,849	1,039,854	1,041,102	1,072,335
Costo de ventas	(771,519)	(796,334)	(786,154)	(686,254)	(794,468)	(844,466)	(848,082)	(872,130)
Otros ingresos operativos	946	731	763	594	632	-	-	-
Egresos operativos	(127,975)	(127,900)	(128,774)	(119,529)	(126,639)	(135,757)	(133,042)	(133,175)
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>67,966</b>	<b>71,158</b>	<b>45,350</b>	<b>39,870</b>	<b>62,374</b>	<b>59,632</b>	<b>59,978</b>	<b>67,030</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	-64	2,564	9,092	6,230	384	-2,015	168	332
Gasto Financiero del período	(9,461)	(8,241)	(9,363)	(10,974)	-7,711	-9,212	-10,934	-12,430
Impuesto a la renta	(16,043)	(17,139)	(7,628)	(7,379)	(12,668)	-13,135	-12,832	-15,381
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>42,398</b>	<b>48,342</b>	<b>37,451</b>	<b>27,747</b>	<b>42,379</b>	<b>35,270</b>	<b>36,381</b>	<b>39,551</b>
Otros resultados integrales	279	(2,547)	2,650	2,128	(1,845)	-	-	-
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>42,677</b>	<b>45,795</b>	<b>40,101</b>	<b>29,875</b>	<b>40,534</b>	<b>35,270</b>	<b>36,381</b>	<b>39,551</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>								
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>103,527</b>	<b>106,484</b>	<b>84,275</b>	<b>78,605</b>	<b>104,243</b>	<b>102,973</b>	<b>103,319</b>	<b>110,371</b>
(-) Gasto Financiero del período	-9,461	-8,241	-9,037	-10,656	-7,496	-9,212	-10,934	-12,430
(-) Impuesto a la renta del período	(16,159)	(19,455)	(12,264)	(10,399)	(15,272)	(13,553)	(13,780)	(15,381)
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>77,907</b>	<b>78,788</b>	<b>62,974</b>	<b>57,550</b>	<b>81,475</b>	<b>80,207</b>	<b>78,606</b>	<b>82,560</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	14,640	-26,376	17,097	-3,731	-14,973	-29,500	-32,699	-8,764
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>92,547</b>	<b>52,412</b>	<b>80,071</b>	<b>53,819</b>	<b>66,502</b>	<b>50,707</b>	<b>45,907</b>	<b>73,796</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	4,412	4,641	10,144	9,879	5,487	2,763	4,946	5,110
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-4,476	-2,077	-1,052	-3,649	-5,103	-4,778	-4,778	-4,778
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	552	224	-176	-713	702	104	104	104
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-31,600	-40,841	-30,000	-28,560	-28,687	-32,760	-33,453	-35,870
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-24,248	-45,699	-56,193	-20,044	-31,270	-56,986	-41,006	-31,043
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1,788	-1,235	-1,216	-748	-3,234	-8,096	0	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>35,399</b>	<b>-32,575</b>	<b>1,578</b>	<b>9,984</b>	<b>4,397</b>	<b>-49,045</b>	<b>-28,281</b>	<b>7,320</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-44,042	51,450	31,442	-33,143	25,661	11,104	46,232	31,542
OTRAS INVERSIONES NETO	32,638	-36,752	25,618	17,251	-24,657	636	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL, APORTES O EFECTOS FUSIÓN	-595	-58	0	0	54	0	0	0
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>23,400</b>	<b>-17,935</b>	<b>58,638</b>	<b>-5,908</b>	<b>5,455</b>	<b>-37,305</b>	<b>17,951</b>	<b>38,862</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>71,011</b>	<b>53,075</b>	<b>111,712</b>	<b>105,750</b>	<b>111,205</b>	<b>73,900</b>	<b>91,851</b>	<b>130,713</b>
<b>Indicadores</b>								
Patrimonio Tangible	402,221	393,702	354,767	397,066	399,080	396,427	418,017	407,517
% crecimiento en ingresos operativos	1.1%	2.9%	-3.5%	-11.9%	16.3%	5.7%	0.1%	3.0%
MARGEN EBIT (%)	7.0%	7.2%	4.7%	4.7%	6.3%	5.7%	5.8%	6.3%
MARGEN EBITDA (%)	10.7%	10.7%	8.8%	9.3%	10.6%	9.9%	9.9%	10.3%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financier.	9.23	10.56	7.97	6.40	11.87	9.71	8.19	7.64
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	10.94	12.92	9.33	7.38	13.91	11.18	9.45	8.88
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	10.94	12.92	9.33	7.38	13.91	11.18	9.45	8.88
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexit	0.90	1.36	2.13	1.84	1.63	1.74	2.18	2.33
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.21	0.86	0.81	0.49	0.56	1.02	1.29	1.15
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	18%	25%	29%	25%	27%	28%	33%	36%
Reserva CASH + FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.58	1.24	0.52	0.57	0.88	0.54	0.40	0.37
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.06	0.83	0.66	0.53	0.72	0.34	0.24	0.33
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	(0.22)	(0.33)	(0.15)	0.03
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.25	(1.09)	0.23	0.27	(0.22)	(0.33)	(0.15)	0.03

PRONACA INDIVIDUAL (Miles de USD)						PROYECCIONES BWR		
	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Resumen Balance</b>								
Caja y Equivalentes de Caja	63,412	46,729	99,542	90,292	103,042	71,310	84,969	142,371
Cuentas por Cobrar Comerciales	82,133	90,063	79,815	72,914	83,808	122,600	148,487	149,852
Inventarios	207,410	214,014	194,952	181,768	218,873	242,408	239,264	249,005
Activos fijos	241,656	247,409	268,273	261,558	263,632	288,168	299,089	300,045
Otros Activos	70,311	100,667	76,023	104,162	120,275	117,041	121,564	116,818
<b>Total Activos</b>	<b>664,922</b>	<b>698,882</b>	<b>718,605</b>	<b>710,694</b>	<b>789,630</b>	<b>841,527</b>	<b>893,373</b>	<b>958,091</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	41,485	44,107	61,001	52,753	84,799	105,048	110,705	109,569
Deuda Financiera Total	92,477	143,941	139,407	144,047	169,977	191,457	229,082	281,659
Deuda Financiera Corto Plazo	29,834	63,153	80,313	100,705	92,675	160,760	197,908	250,485
Deuda Financiera Largo Plazo	62,643	80,788	54,970	41,566	75,526	30,697	31,174	31,174
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	-	-	4,124	1,776	1,776	-	-	-
Otros Pasivos	91,043	80,384	77,474	73,956	89,539	99,826	104,301	112,764
<b>Total Pasivos</b>	<b>225,005</b>	<b>268,432</b>	<b>277,882</b>	<b>270,756</b>	<b>344,315</b>	<b>396,332</b>	<b>444,087</b>	<b>503,992</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>439,917</b>	<b>430,450</b>	<b>440,723</b>	<b>439,938</b>	<b>445,315</b>	<b>445,196</b>	<b>449,285</b>	<b>454,099</b>
<b>Resumen de Resultados</b>								
Ventas	927,789	961,155	930,913	818,439	961,627	1,000,092	1,003,092	1,033,185
Costo de ventas	(739,257)	(769,439)	(764,134)	(667,663)	(782,936)	(813,275)	(817,119)	(840,289)
Otros ingresos operativos	734	731	763	594	632	-	-	-
Egresos operativos	(120,326)	(122,317)	(123,364)	(113,152)	(122,527)	(131,104)	(128,482)	(129,510)
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>68,940</b>	<b>70,130</b>	<b>44,178</b>	<b>38,218</b>	<b>56,796</b>	<b>55,713</b>	<b>57,492</b>	<b>63,386</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	(1,720)	1,682	8,443	3,529	962	(1,911)	148	316
Gasto Financiero del período	(9,157)	(8,144)	(9,202)	(9,206)	(7,724)	(8,991)	(10,934)	(12,769)
Impuesto a la renta	(15,514)	(16,650)	(7,131)	(6,808)	(11,582)	(12,171)	(12,126)	(14,262)
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>42,549</b>	<b>47,018</b>	<b>36,288</b>	<b>25,733</b>	<b>38,452</b>	<b>32,641</b>	<b>34,580</b>	<b>36,672</b>
Otros resultados integrales	(400)	(2,594)	2,610	2,037	(1,844)	-	-	-
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>42,149</b>	<b>44,424</b>	<b>38,898</b>	<b>27,770</b>	<b>36,608</b>	<b>32,641</b>	<b>34,580</b>	<b>36,672</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>								
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>100,823</b>	<b>104,772</b>	<b>80,365</b>	<b>74,812</b>	<b>95,415</b>	<b>97,287</b>	<b>99,066</b>	<b>104,960</b>
(-) Gasto Financiero del período	(9,157)	(8,144)	(8,887)	(8,903)	(7,498)	(8,991)	(10,934)	(12,769)
(-) Impuesto a la renta del período	(15,624)	(19,002)	(11,681)	(9,633)	(14,051)	(12,547)	(13,078)	(14,262)
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>76,042</b>	<b>77,626</b>	<b>59,797</b>	<b>56,276</b>	<b>73,866</b>	<b>75,749</b>	<b>75,054</b>	<b>77,930</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	15,093	(27,374)	25,897	(4,006)	(13,801)	(33,666)	(27,653)	(10,521)
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>91,135</b>	<b>50,252</b>	<b>85,694</b>	<b>52,270</b>	<b>60,065</b>	<b>42,082</b>	<b>47,401</b>	<b>67,409</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,982	4,371	9,580	7,216	5,258	2,420	4,478	4,647
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	(5,702)	(2,689)	(1,137)	(3,687)	(4,296)	(4,330)	(4,330)	(4,330)
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	1,835	1,478	(174)	2,297	897	104	104	104
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(31,600)	(40,000)	(30,000)	(28,556)	(31,084)	(32,760)	(30,490)	(31,859)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(22,414)	(33,667)	(48,739)	(19,174)	(27,755)	(54,622)	(41,006)	(31,043)
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	(1,777)	(1,235)	(1,209)	(686)	(3,216)	(8,054)	-	-
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>35,459</b>	<b>(21,490)</b>	<b>14,015</b>	<b>9,680</b>	<b>(131)</b>	<b>(55,160)</b>	<b>(23,843)</b>	<b>4,929</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	(40,097)	51,464	(8,658)	6,988	25,930	23,256	37,624	52,578
OTRAS INVERSIONES NETO	25,281	(46,657)	47,457	(25,934)	(13,144)	172	(122)	(104)
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL, APORTES O EFECTOS FUSIÓN	-	-	-	-	95	-	-	-
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>20,643</b>	<b>(16,683)</b>	<b>52,814</b>	<b>(9,266)</b>	<b>12,750</b>	<b>(31,732)</b>	<b>13,659</b>	<b>57,402</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>63,412</b>	<b>46,729</b>	<b>99,542</b>	<b>90,292</b>	<b>103,042</b>	<b>71,310</b>	<b>84,969</b>	<b>142,371</b>
<b>Indicadores</b>								
Patrimonio Tangible	350,969	347,821	340,648	339,709	336,255	330,452	336,336	343,896
% crecimiento en ingresos operativos	1.6%	3.6%	0.0%	-12.1%	17.5%	3.9%	0.3%	3.0%
MARGEN EBIT (%)	7.4%	7.3%	4.7%	4.7%	5.9%	5.6%	5.7%	6.1%
MARGEN EBITDA (%)	10.9%	10.9%	8.6%	9.1%	9.9%	9.7%	9.9%	10.2%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	9.30	10.53	7.73	7.32	10.85	9.42	7.86	7.10
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	11.01	12.86	9.04	8.40	12.73	10.82	9.06	8.22
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	11.01	12.86	9.04	8.40	12.73	10.82	9.06	8.22
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.92	1.37	1.73	1.93	1.78	1.97	2.31	2.68
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.29	0.93	0.50	0.72	0.70	1.23	1.45	1.33
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	17%	25%	24%	25%	28%	30%	34%	38%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2.55	1.23	0.74	0.56	0.80	0.47	0.38	0.31
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.05	0.80	1.07	0.52	0.65	0.26	0.24	0.27
Reserva en CASH+líneas 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	(0.00)	(0.34)	(0.12)	0.02
Reserva en CASH+líneas 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)	(0.14)	(0.34)	(0.12)	0.02

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 2022.