



Ecuador
Papel Comercial

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

Calificaciones

Tipo Instrumento	Monto Autoriz.	Monto Circul. Feb/12	Vcto.	Calif. Inicial	Calif. Actual	Fecha Último Cambio Calif.
Fid. Tit. Flujos I						
Serie B	USD \$ 20 MM	USD \$ 7.5 MM	mar-13	AAA	AAA	NR
Fid. Tit. Flujos II						
Serie A	USD \$ 8 MM	USD \$ 8 MM	nov-14	AAA	AAA	NR
Serie B	USD \$ 12 MM	USD \$ 12 MM	ago-15	AAA	AAA	NR
Serie C	USD \$ 5 MM	USD \$ 5 MM	6 años	AAA	AAA	NR
Serie D	USD \$ 5 MM	USD \$ 5 MM	jul-17	AAA	AAA	NR
Serie E	USD \$ 10 MM	USD \$ 10 MM	6 años	AAA	AAA	NR
Serie F	USD \$ 10 MM	USD \$ 10 MM	6 años	AAA	AAA	NR
Papel Comercial*	USD \$ 20 MM	USD \$ 15 MM	abr-12	AA+	AA+	NR
Papel Comercial	USD \$ 40 MM	NUEVA	NA	AAA	NA	NA

* Cancelado 4 abril 2012; fin del programa de Papel Comercial de USD 20 MM el 23 abril 2012.

Programa Papel Comercial

Emisor:	PRONACA C.A.		
Monto Programa:	USD\$ 40,000,000.00		
Plazo Programa:	720 días		
	Clases	Monto por Serie (miles de US\$)	Plazo por Serie
	Serie A	10,000.00	90 días
	Serie B	10,000.00	90 días
	Serie C	10,000.00	90 días
	Serie D	10,000.00	90 días
Valor Nominal de Cada Título	USD\$ 1,000.00		
Número de Títulos por Serie:	10,000		
Amortización:	Al vencimiento del plazo de cada serie		
Pago de Interés:	Al vencimiento del plazo de cada serie		
Cupón de Interés:	Cero Cupón		
Garantía:	General		
Destino de la Emisión:	Capital de Trabajo		
Resguardo adicionales:	NO		
Contrato de Underwriting:	NO		
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.		
Agente Estructurador y Colocador:	Casa de Valores Produvalores S.A.		
Agente Pagador:	PRONACA C.A.		
Representante Obligacionistas:	Goldenbond S.A.		

Actividad del Emisor:

Compañía del sector alimenticio dentro del campo agroindustrial que realiza actividades relacionadas con la avicultura, porcicultura, agricultura, ganadería y pesca, en todas las etapas, esto es, producción, elaboración y comercialización.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador.
ppinto@bwratings.com
(593-2) 226-9767

María Sol Merino E., Ecuador.
mmerino@bwratings.com
(593-2) 226-9767

FECHA COMITE: Abril 30 / 2012

ESTADOS FINANCIEROS A : Febrero / 2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados de los años 2009, 2010 y 2011, y los estados financieros internos e información adicional con corte a febrero 2012, de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió otorgar la calificación de “AAA” al programa de Papel Comercial que se analiza en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de “AAA 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 pertenece y en la economía en general”.

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si 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.

La AAA otorgada al valor calificado se sustenta en que el pago del mismo es de corto plazo.

La calificación asignada refleja la consolidación de políticas de endeudamiento y de generación operativa impulsadas desde 2009, que ha permitido a la compañía alcanzar una estructura de deuda adecuada respecto a las necesidades de capital de trabajo e inversiones, aumentar sostenidamente el EBITDA, disminuir el porcentaje de refinanciamiento de sus obligaciones financieras. Igualmente incorpora la expectativa de que los indicadores de liquidez y endeudamiento se cumplan dentro de lo planificado, en razón del mantenimiento de las estrategias.

Entre sus fortalezas están el posicionamiento de la marca PRONACA y la compañía como tal en el mercado ecuatoriano, así como, la participación e importancia de la compañía en la economía del País.

La administración de PRONACA está conducida por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y de manejo ha sido adquirida dentro del Grupo, además está consolidada por la experiencia de los accionistas y

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

directores externos que participan en las decisiones. Consideramos que las estrategias administrativas funcionan bajo parámetros técnicos y dentro de una adecuada dinámica, la misma que ha permitido mantener la sólida estructura financiera de la empresa.

Los márgenes que alcanza la empresa son atractivos y suficientes para sostener el desarrollo del negocio; se espera que éstos al menos se mantengan en el tiempo. La ampliación de segmentos de clientes hacia economías más pequeñas, reposicionamiento de productos tradicionales con incremento en volúmenes, impulso y optimización de los canales de distribución, sustentan el crecimiento de los ingresos.

La volatilidad del EBITDA relacionado al costo de las materias primas, se ha mitigado gracias a la adopción de instrumentos financieros bien administrados en el caso de las materias primas importadas y a la ampliación de su red de proveedores locales.

Se espera que el EBITDA sea más estable en el tiempo, apuntalado además por el control de la estructura de gastos de operación, especialmente en los dos próximos años ya que los gastos importantes necesarios para implementar las nuevas estrategias se realizaron entre el 2009 y 2010.

El nivel de endeudamiento de Pronaca se ha manejado durante los últimos años dentro de parámetros conservadores tanto en relación a su generación (EBITDA) como en relación al patrimonio tangible, lo cual le proporciona flexibilidad financiera. Se espera que en el corto plazo los indicadores de deuda muestren una disminución adicional (1.39 veces a feb-12), considerando la intención de optimizar la administración del capital de trabajo y la política de reparto de dividendos de un máximo de 30% de los resultados de cada periodo.

El fortalecimiento del flujo de caja operativo ha servido para sostener el importante nivel de inversiones de CAPEX que requiere la compañía, otras importantes en subsidiarias.

Cabe anotar que PRONACA actúa como tesorera central de las empresas en las que invierte y de empresas relacionadas por accionistas a las que soporta con liquidez en caso de necesidad. La Administración de PRONACA impulsa con mayor interés las estrategias para que esas compañías cumplan en el corto plazo con sus puntos de equilibrio.

La capacidad de generación de la empresa, una deuda más pequeña en relación al 2007 y 2008, y una restructuración de pasivos hacia el largo plazo, han permitido relajar los indicadores de liquidez.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo se mitiga por el posicionamiento de la compañía en el país, su buen crédito en el sistema financiero local e internacional, y la disponibilidad de cupos de líneas de crédito en función de su situación financiera.

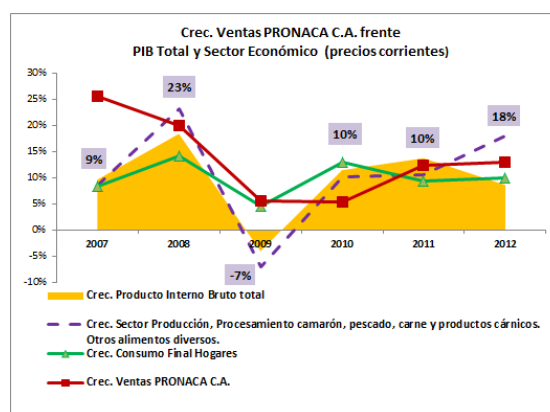
■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES DEL EMISOR

- Conforme el informe de auditoría externa, durante el año 2011 la Administración de la compañía concluyó el proceso de actualización en el sistema contable financiero de los activos fijos. Se identificó que ciertos ítems no fueron considerados en los cálculos y ajustes iniciales para NIIF para el año 2010. Junto con los estados financieros auditados al 2011, se presentan nuevos estados financieros para el 2010 incorporando las correcciones pertinentes. Los efectos del ajuste representaron cambios patrimoniales y en activos fijos en el año 2009, y en resultados en el 2010. Este análisis incorpora las cifras auditadas corregidas. La calidad de crédito del emisor no se ve afectada por el cambio mencionado.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver anexo 1.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



La actividad de Pronaca C.A., se registra dentro del segmento de producción, procesamiento y conservación de camarón, pescado, carne y productos cárnicos, productos alimenticios diversos y bebidas. El segmento se relaciona de manera directa al consumo de los hogares y al comportamiento del PIB nacional. Frente al PIB total el segmento analizado sostiene una participación del 3% promedio.

En el 2011 según previsiones del Banco Central, el desempeño de este segmento fue mejor que el consumo de los hogares, en razón de que concentra productos de primera necesidad. La proyección del BCE para este sub-segmento en el 2012 es de una mayor expansión con respecto al 2011 (18% como se muestra en el gráfico anterior) y de mantener un mejor comportamiento con respecto al consumo final de hogares. Lo anterior se sustentaría tanto en el crecimiento de exportaciones como de la demanda interna.

En el país el sector en análisis tiene una competencia importante proveniente de empresas locales y de micro empresarios. La variedad e innovación de productos y presentaciones y la diversificación de mercados

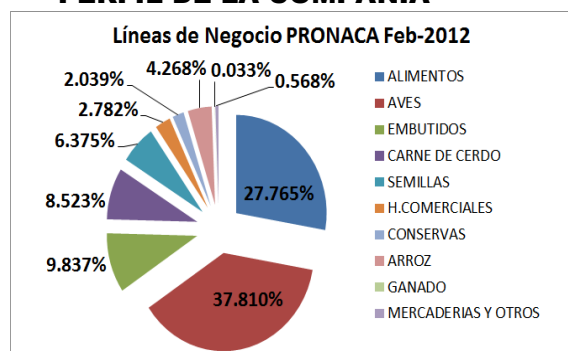
objetivos, son diferenciadores fundamentales para mitigar el riesgo de competencia.

Este sector incorpora productos sensibles al precio (demanda elástica) por tener productos sustitutos.

La producción del sector en general depende de materias primas agrícolas, cuyos precios desde el 2007 presentan una tendencia al alza principalmente a nivel internacional; en menor medida en el ámbito local. La perspectiva en el mediano plazo es que el incremento en los precios de las materias se mantenga en niveles más estables.

Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su gestión están entre otros, la implementación de estrategias para constituir proveedores asociados y fidelizados, también se utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA



Fuente: Pronaca C.A.
Elaboración: BWR

PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, importante empleadora del país, y una de las de mayor volumen en ventas a nivel nacional. La calidad y valor agregado en sus productos, junto con la experiencia en la integración con proveedores y compradores, le ha permitido consolidar su presencia y prestigio en el mercado local.

El 100% de las ventas de PRONACA se realizan dentro del país. La compañía llega al consumidor minorista a través de una amplia fuerza comercial y logística conformada por 1.100 colaboradores directos que atienden cerca de 53.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados, en todo el país.

Sostienen un portafolio de productos prudentemente diversificado. Todas las líneas tienen una sensibilidad moderada a la variación del precio, competencia y al comportamiento de las materias primas nacionales e internacionales. Esa situación es en parte mitigada por su condición de líderes en varias de sus productos, gracias a su calidad, valor agregado y acceso a los mismos.

La mayoría de los mercados en los que se encuentran están en etapa de madurez. Tradicionalmente el mercado objetivo de clientes de PRONACA lo han conformado los segmentos económicos alto y medio. Desde 2008 se

enfocan en desarrollar productos en presentaciones más pequeñas accesibles en precio para sectores con menos recursos.

La producción de PRONACA requiere principalmente de materias primas agrícolas como maíz, soya, aflechillo de trigo, palma, arroz, que mantienen una moderada volatilidad en sus precios. La compañía mitiga este riesgo mediante la planificación de compras internacionales protegidas con opciones y futuros. Localmente a través del programa denominado proveedores agrícolas integrados.

Operan en instalaciones y con tecnología moderna, lo cual les otorga la posibilidad de adaptar sus productos a las necesidades de sus mercados. Las inversiones futuras están encaminadas a ampliar la capacidad de producción y mejorar procesos.

El manejo ambiental de la empresa se materializa en sistemas de gestión para proteger el aire, el suelo y el agua, implementados en todas las instalaciones. Esta política ha generado retornos económicos a la compañía.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Inversiones en Subsidiarias	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Mardex	50	Pescado	Ecuador	Exportación 75%, local 25%
TC Tesalia Corporation	95	Carnes listas	Colombia	Local
Colombia - Bogotá	5	Carnes listas	Colombia	Local
Inaexpo Ecuador	100	Palmito y alcachofa	Ecuador	Exterior y local.
Inmogra	100	Inmobiliaria	Ecuador	Local
Agrovalencia	100	Carne de cerdo	Ecuador	Local
Inversiones en Asociadas	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Produastro	53.54	Hidroeléctrica	Ecuador	No activa - local
Acuaespecies	100	Infraestructura camaronera	Ecuador	No activa - local
Florpaper	100	Bosques	Ecuador	En desarrollo
Crídec	99.99		Ecuador	No activa - local
Gralarcam	81		Ecuador	No activa - local
Cupesmar	100		Ecuador	No activa - local
Otras menores	100		Ecuador	No activa - local

Fuente: Pronaca C.A.
Elaboración: BWR

PRONACA es la cabeza del grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas cuyos fines son la producción y comercialización de alimentos con o sin valor agregado, con excepción de Inmogra que es una empresa que invierte en bienes raíces.

La mayoría de las actividades productivas y comerciales del grupo se encuentran en el Ecuador, pero también mantienen actividades de producción y comercialización de productos de valor agregado en Colombia.

Ninguna compañía del grupo tiene comité de empresa ni ha experimentado problemas laborales.

La tabla anterior muestra las inversiones de Pronaca C.A. de acuerdo al registro contable auditado que hace la diferenciación entre empresas activas y no activas. Tanto las inversiones en empresas activas como en inactivas se registran como activos no corrientes. Debe tomarse en cuenta que en todas ellas (excepto en Colombia - Bogotá) Pronaca tiene al menos el 50% de participación y en algunas de ellas el 100%.

Las empresas que se registran como subsidiarias son empresas activas que aún no han llegado a su punto de equilibrio y cuya participación está registrada al costo



que no necesariamente refleja su valor real. En el caso de Inaexpo Ecuador (productora y comercializadora de palmito y alcachofa en Ecuador) que a la fecha de análisis se encuentra registrada en USD 29,8 MM, el valor contable no incorpora la pérdida de USD 6 MM por la venta en diciembre 2011 de su subsidiaria Inaexpo Brasil. Esta pérdida se evidenciará más adelante en los estados financieros de 2012.

Los resultados de todas las empresas subsidiarias muestran menores pérdidas que en años anteriores gracias al respaldo de Pronaca y a su red de comercialización. Se debe destacar la capacidad económica de Pronaca C.A. para respaldar estas iniciativas empresariales mientras que los logros de sus estrategias para ir fortaleciendo sus ingresos operativos se concretan. A feb-12 suman USD 61,7 MM.

Las empresas registradas como asociadas o en acciones son aquellas que no están activas, a excepción de Florpapel, fundamentalmente incorporan activos fijos. Estos suman USD 8,3 MM. Adicionalmente existen activos fijos mantenidos para la venta por USD 903 M, remanentes de compañías liquidadas.

Cabe mencionar que la compañía ha logrado deshacerse de algunos activos mantenidos para la venta en función de su política de vender esos bienes. El producto de estas ventas se incluye como un ingreso no operativo. La liquidación del remanente de esos activos es de mediano plazo.

A febrero 2012, la participación en el balance de Pronaca de inversiones en subsidiarias, asociadas, más cuentas por cobrar a ellas, alcanzan el 13.41% del activo. Además, PRONACA es garante de pasivos de estas compañías en un monto que representa el 0.48% de su balance.

■ ACCIONISTAS Y SOPORTE

ACCIONISTAS	PART.
Keypoint Investment Limited (Bahamas)	38.18%
Haymarket Capital Ventures LLP (Inglaterra)	40.92%
Danpark (Bahamas)	9.43%
Fideicomiso BG (Ecuador)	8.03%
Posten Limited (Islas Vírgenes)	1.91%
PRONACA C.A. (Ecuador)	0.12%
Personas naturales con participación menor a 0.6% (Ecuador)	1.41%
Capital Social (miles USD) Feb-12	235,604 M

Fuente: Pronaca
Elaboración: BWR

La estructura accionarial se mantiene concentrada en las dos familias ecuatorianas, fundadoras de la compañía.

El soporte de los accionistas a la compañía se ha demostrado en la capitalización anual de al menos una parte de los resultados generados por PRONACA. Con ello han consolidado una de sus más importantes fortalezas.

La intención de los accionistas es mantener la política de dividendos, de no repartir más allá del 30% de la utilidad generada en cada periodo. En los años 2010 y 2011 no han repartido dividendos. En el 2011 devolvieron aportes para futuras capitalizaciones equivalente al 5% de la utilidad de 2010. En el 2012 se repartirá dividendos sobre las utilidades del 2011 dentro de las políticas enunciadas.

■ ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

El actual directorio de PRONACA, se encuentra en funciones desde el 2009 y permanecerá hasta fin del periodo 2012. Este cuerpo lo conforma la segunda y tercera generación de las familias pioneras del negocio hace 50 años. Tres Directores son externos. El Directorio tiene, además, un Comité de Auditoría.

La plana gerencial de PRONACA que representa los negocios en Ecuador, la componen técnicos con sólida experiencia en el negocio y su entorno, además de estabilidad en la compañía. La administración se complementa con la experiencia de sus accionistas en tercera generación, en los negocios originales.

Los negocios de exportación e internacionales están bajo la dirección de la tercera generación de las familias accionistas mayoritarias.

La estrategia actual de parte de los accionistas esta encaminada al fortalecimiento del mercado local, a través de los productos elaborados por la compañía y por sus subsidiarias, para lo que sostendrán el nivel importante de inversiones en tecnología para las compañías. El mercado internacional de las compañías subsidiarias se mantendría.

En este enfoque nuevo un objetivo es importante: profundizar en el volumen de ventas tanto de productos de generación confiable (embutidos, carne de cerdo, alimento balanceado) que permiten obtener mejores márgenes, como en otras líneas (arroz, aves, huevos) que han alcanzado también buena posición en el mercado aunque los márgenes sean reducidos. Las estrategias por cada línea son guiadas y controladas por gerencias comerciales específicas para cada negocio. Una condición para alcanzar el objetivo planteado es mejorar la eficiencia en la gestión de sus canales de ventas.

Las ventas de la compañía alcanzarían dos dígitos de crecimiento para el periodo 2013 y 2014.

Planifican reducir los plazos de crédito en los diferentes canales de comercialización a fin de no ampliar la necesidad de capital de trabajo.

En el 2009 la compañía implementó políticas y un comité de riesgos para la administración de opciones y futuros en las compras de materias primas, con ello han reducido la volatilidad del margen de ventas.

Desde el 2008 la política de endeudamiento ha sido reducir el descalce de plazo entre activos y pasivos, asimismo el costo financiero, mediante la reestructuración de sus obligaciones hacia el mediano y



largo plazo, a través del mercado de valores ecuatoriano y líneas de crédito internacionales.

La capitalización de la empresa se ha hecho históricamente, en su mayor parte con patrimonio generado por la misma empresa, lo que ha permitido mantener una sana estructura financiera.

Conforme la auditora externa, la provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario, se encuentran al día, se realiza con base en estudios actuariales y lo estipulado en el código de trabajo. En febrero 2011 el número de empleados de PRONACA y Grupo supera los 6.000 y 7.000, respectivamente.

■ PERFIL FINANCIERO

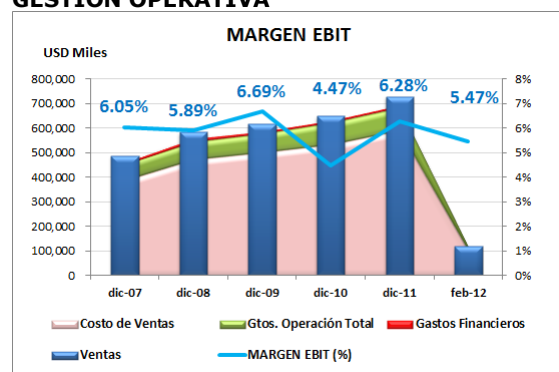
Presentación de Cuentas: Este análisis se realiza con base en los estados financieros de PRONACA, auditados bajo NIIF a diciembre 2009, 2010 y 2011, e interinos bajo NIIF a febrero 2012.

A criterio de la Calificadora el restablecimiento de los balances de los años 2009 y 2010, que revela el informe auditado de 2011, no modifica sustancialmente la posición financiera de la compañía y sus indicadores. En vista de que no se han obtenido estados financieros consolidados de Pronaca con sus subsidiarias y relacionadas, se han llevado algunos indicadores a escenarios de estrés para reflejar en lo posible la capacidad de pago de Pronaca incorporando las operaciones inter-compañías.

Del total de los activos y pasivos del grupo aproximadamente un 93% pertenecen a Pronaca C.A. Siendo que Pronaca es la controladora y la generadora de flujos y recursos, la mayor parte del Patrimonio proviene de ella. Las utilidades de Pronaca C.A. son el 100% las utilidades del grupo, ya que como se ha dicho anteriormente las subsidiarias no llegan al punto de equilibrio.

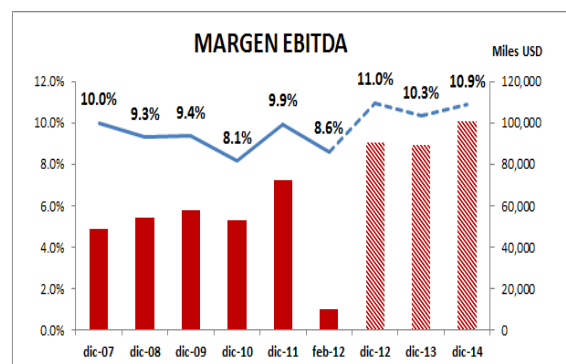
Consideramos que el análisis realizado muestra razonablemente la capacidad de pago del emisor. En vista de que las operaciones de las relacionadas y subsidiarias son pequeñas en relación a las de Pronaca C.A, los indicadores del grupo no presentan variaciones importantes.

GESTION OPERATIVA



Fuente: Balance real y proyectados de la compañía.

Elaboración: BWR



Fuente: Balance real y proyectados de la compañía.

Elaboración: BWR

El EBITDA de PRONACA es de buena calidad por originarse fundamentalmente en ingresos operativos. La compañía mantiene una buena capacidad para generar ingresos y adaptarse a las condiciones de mercado. La administración de derivados financieros para mitigar la volatilidad del costo de ventas ha sido positiva. El control en el gasto de la gestión operacional apuntala la recuperación del margen operacional y el resultado neto.

La perspectiva para los siguientes dos años es que las tendencias antes anotadas se conserven en vista de que las estrategias que se iniciaron en el 2009 seguirían generando frutos positivos.

En el 2011 se asientan las estrategias comerciales en ventas por canal de distribución (tiendas y autoservicios), y por líneas de negocio (embutidos y congelados, arroz y nutrición animal), que sustentaron el incremento de volúmenes y precios, por lo tanto el aumento de ingresos en 12.39% en el año. Superando lo realizado en el 2009 y 2010, y sus proyecciones (5.4% promedio).

La compañía proyecta sostener la misma estrategia para los siguientes dos años. A febrero 2012 se observa ya un aumento importante de 19.8% en los ingresos respecto a igual periodo de 2011.

La estrategia de control del precio de sus materias primas a través de la administración de opciones y futuros en las compras de materias primas, redundará en un crecimiento del costo de ventas menor al de sus ingresos en 2011, y en un margen bruto de ventas fortalecido comparado a los niveles del 2009 y 2010.

La estructura de gastos operativos no requirió en el 2011 de un crecimiento importante como en el año pasado, por cuanto las estrategias de reposicionamiento comercial ya se dieron en ese periodo. La expectativa de la compañía es mejorar en eficiencia en el mediano plazo. En 2011 la estructura operacional creció en 7.1%, versus 14% en 2010. La proyección para 2012 es que el gasto operativo crezca en 4%.

Sostienen un apalancamiento financiero menor al histórico, que se contrata a tasas menores en línea con la tendencia de la tasa activa corporativa y debido al buen



posicionamiento de la compañía en el mercado de valores, generando menos peso al margen operativo.

El gasto financiero incorpora un SWAP de tasa de interés que mitiga la volatilidad de la tasa en parte de los préstamos con el exterior. El EBITDA, cubre el gasto financiero en 8.44 veces a dic-11 y 6.28 veces en feb-12 lo que otorga una adecuada flexibilidad financiera.

Consideramos que las estrategias implementadas por la compañía fundamentarán la recuperación de la rentabilidad en el corto plazo, alcanzando un margen EBIT de alrededor del 7%. Estimamos que estos niveles se mantendrían en el mediano plazo. A dic-11 este indicador se ubica en 6.28% y fue de 4.47% en dic-10.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

Los activos de la compañía se distribuyen en un 46% a corto plazo y en un 54% en activo no corriente. Están financiados de acuerdo al plazo de los mismos. El soporte patrimonial se conserva como una fuente importante de apalancamiento, que se ha fortalecido con la retención de los resultados de cada periodo y en el 2009, con la revalorización de activos fijos, producto de la aplicación de las NIIF, incluso después de absorber pérdidas en activos mantenidos para la venta y el reconocimiento de una provisión por retiro voluntario (que fueron los valores más significativos).

Dentro del activo corriente, inventarios, cuentas por cobrar y caja e inversiones, son en ese orden, los más representativos.

Caja e inversiones está invertido en emisores con bajo riesgo de crédito local e internacional. Constituyen 8% del activo total.

Las cuentas por cobrar representan 10% del balance. Fundamentalmente son a terceros y están diversificadas considerando que sólo el 34% corresponde a cinco autoservicios (sobre las ventas son el 17.4%), la diferencia se distribuye entre canal asociado y tiendas. La relación de cartera en riesgo (sobre los 61 días de vencido) no supera el 3.8% del rubro; se encuentra apropiadamente cubierta con provisiones. Es un activo de corto plazo. El plazo de recuperación de la cartera oscila alrededor de los 30 días.

La rotación de inventarios y activos biológicos de corto plazo se mueven dentro de lo observado anteriormente, alrededor de las 4 veces. Representan 25% del activo.

Los activos no corrientes más importantes son propiedades, inversiones en subsidiarias, activos intangibles, activos mantenidos para la venta, activos biológicos. Con excepción de activos biológicos, los demás rubros son de baja o lenta recuperación.

Las propiedades se ajustan a los requerimientos del negocio. La capacidad instalada se encuentra utilizada casi al tope. La maquinaria es flexible a condiciones de

empaques y pesos. El rubro está asegurado contra todo riesgo. Significan 32% del total del balance.

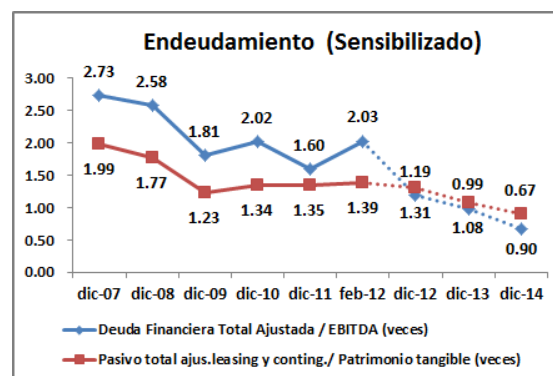
Por otro lado, cuentan con inversiones financieras de largo plazo, que corresponden a un portafolio de inversión de deuda de emisores internacionales con clasificaciones entre “BBB” y “AAA”. El plazo promedio del portafolio es de 2.5 años. Estas inversiones representan el 1% del balance.

Otras inversiones financieras no corrientes que representan 2% de los activos incluyen fondos restringidos y el fideicomiso agrícola.

ENDEUDAMIENTO

El ciclo de operación de PRONACA es de corto plazo, pero el mantenimiento de la operación requiere de inversiones de largo plazo. Las inversiones en empresas relacionadas también son de largo plazo.

A feb-11 el pasivo financiero representa el 48% del pasivo total de la compañía, éste tiene un perfil de vencimientos adecuado con relación a la dinámica de las operaciones (69% de las obligaciones financieras es de mediano plazo).



Fuente: Balance real y proyectados de la compañía.

Elaboración: BWR

El gráfico muestra que el endeudamiento de la empresa tanto frente al EBITDA como al patrimonio tangible (al que se le ha restado el valor de las inversiones en activos intangibles, diferidos, inversiones en relacionadas y subsidiarias) se ha ido reduciendo en el tiempo y que éste desde el 2009 se mantiene en niveles conservadores.

Este comportamiento se explica por la estabilización y crecimiento del EBITDA y la capitalización de resultados netos en cada periodo. La empresa con sus propios flujos ha sido capaz de cubrir todas sus necesidades de capital de trabajo, de hacer sus inversiones en CAPEX, y se ha endeudado para completar las inversiones en relacionadas.

En función de las proyecciones se esperaría que los indicadores de endeudamiento se mantengan en el tiempo.

En caso de desdolarización, la compañía presentaría a la fecha, una exposición cambiaria, no cubierta, del 6.3% del activo y 11.9% del patrimonio, derivada de la

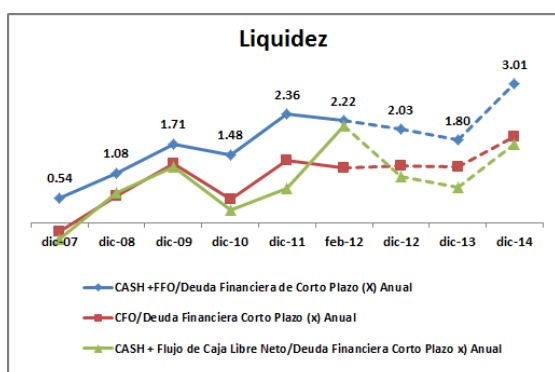


proporción de deuda financiera adquirida en el exterior, la misma que representa un 28.6% de la deuda financiera global a feb-11. Al momento y a mediano plazo, la posibilidad de una desdolarización es remota. En todo caso frente a un escenario inminente de desdolarización consideramos que la compañía tendría alternativas de financiamiento en el mercado nacional.

El saldo insoluto del programa de papel comercial de USD 20 MM, fue cancelado en abril 2012.

La nueva operación de papel comercial está en aprobación; una vez colocada sería parte de las obligaciones de corto plazo. El plazo del programa de papel comercial es de 720 días a partir de la primera colocación, y el plazo de cada serie es de 90 días.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



Fuente: Balance real y proyectados de la compañía.

Elaboración: BWR

El fortalecimiento de la gestión operativa producto de estrategias estables, y una menor presión de capital de trabajo, redundan en el fortalecimiento del CFO y del Flujo de Caja Libre, que históricamente son positivos. Adicionalmente las relaciones de liquidez se ven totalmente favorecidas por la restructuración de la deuda financiera.

Con la nueva estructura de pasivos y el nivel esperado de Flujo de Caja, la empresa requeriría refinanciar alrededor de un 25% de sus obligaciones financieras de corto plazo. Sin embargo, la posición de liquidez de Pronaca dependerá de factores estratégicos en las inversiones en subsidiarias y relacionadas. Se esperaría que los indicadores se mantengan dentro de los parámetros proyectados.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo se mitiga por el posicionamiento de la compañía en el país, su buen crédito en el sistema financiero local e internacional, y la disponibilidad de cupos de líneas de crédito en función de su situación financiera.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA

La garantía del programa de Papel Comercial es de carácter general. Los activos libres para constituirse en garantía, de acuerdo a la regulación del 1 de junio de 2011, corresponden a los activos totales de PRONACA,

excluidos activos pignoralos, activos diferidos, activos en litigio, activos restringidos. La estructura de la garantía general en febrero-12 es la siguiente:

EMPRESA PRONACA C.A.	feb-12	Activo Pignoralado 29/02/12	Activo Disponible	Activo Diferido / Intangible	Activos Restringidos	Activo Libre
Miles USD						
Total Activo Corriente	259,328	10,000	249,328	-	-	249,328
Fondos Disponibles	42,870		42,870			42,870
Inversiones Financieras	5,080		5,080			5,080
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	57,596		57,596			57,596
Inventarios Neto	102,239	10,000	92,239			92,239
Activos Biológicos Corrientes	36,685		36,685			36,685
Impuestos Corrientes	9,104		9,104			9,104
Gastos pagados por anticipado	5,754		5,754			5,754
Total Activo No Corriente	298,389	85,538	212,851	12,344	9,474	191,033
Propiedades	178,848	85,538	93,310			93,310
Activos para la venta	903		903			903
Activos Biológicos No Corrientes	8,197		8,197			8,197
Propiedades de inversión	143		143			143
Inversiones en Subsidiarias	61,742		61,742			61,742
Inversiones en Acciones	8,311		8,311			8,311
Cuentas por Cobrar LP Accion.Relac.	5,004		5,004			5,004
Activos Intangibles	12,344		12,344	12,344		-
Inversiones Financieras	14,274		14,274		9,474	4,800
Impuestos Diferidos	4,124		4,124			4,124
Otros Activos No Corrientes	4,499		4,499			4,499
ACTIVOS TOTALES	557,717	95,538	462,179	12,344	9,474	440,361
Papel Comercial por aprobarse						40,000
Papel Comercial en circulación (venció en abril 2012)						15,000
Titularizaciones de Flujos Futuros en circulación						57,500
Garantía / Títulos en circulación en Mercado Valores (veces)						3.91

El monto de las obligaciones emitidas y por emitir no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen.

Es importante destacar que en abril 2012 venció el plazo del programa de papel comercial aprobado y colocado por USD 20 MM. El saldo insoluto de USD 15 MM que se observa en el cuadro de la garantía fue cancelado en tiempo y forma.

Al no considerar esa deuda cancelada, la garantía general compuesta por los activos libres de PRONACA cubre 4.52 veces la nueva obligación de Papel Comercial y las Titularizaciones de Flujos Futuros en circulación. La garantía general tiene último grado de prelación en caso de liquidación.

RESGUARDO DE ENDEUDAMIENTO PARA PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Conforme la Circular de Oferta Pública los resguardos de endeudamiento que tiene la operación de Papel Comercial de estudio son los siguientes:

- Mantener aquellos estándares de calidad a los cuales ha estado acostumbrada durante su actividad en el mercado.
- La compañía se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora; y,
- Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo que establece el artículo 13, de la sección I, capítulo III, del subtítulo I, título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

De otro lado, PRONACA debe cumplir como Originador de una titularización de flujos futuros, el siguiente resguardo: La compañía se obligó a mantener, mientras la titularización de flujos futuros esté vigente, un



indicador de endeudamiento igual o inferior a 1.35. Por desfases temporales en su capital de trabajo, el Originador podría incrementar el nivel de endeudamiento hasta un máximo de 1.49 por un período inferior a seis meses consecutivos.

Este indicador deberá calcularse de la siguiente forma:
Índice de Endeudamiento = (Pasivo total + contingentes + deuda adquirida por leasing) / (Patrimonio – Activos diferidos – activos intangibles).

El resguardo de la titularización, desde diciembre 08 cuando se colocara en el mercado de valores, hasta la presente fecha, se ha cumplido conforme lo requerido.

Se debe mencionar que la forma de cálculo de este indicador es menos estresada que el indicador de endeudamiento que la Calificadora utiliza en la metodología. Razón por la cual no es comparable con los indicadores que se encuentran al final del estudio.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

PRONACA participa en el mercado de valores desde el año 2003. El programa de papel comercial que se analiza en este informe, es la cuarta experiencia de la empresa en el mercado de valores. Todas las operaciones han sido colocadas en el mercado primario en los sectores privado e institucional, en plazos cortos como medianos; su cumplimiento ha sido en tiempo y forma.

PRONACA ha colocado la totalidad de los montos aprobados:

- Nov-03, Emisión obligaciones generales, USD 10 MM, 1080 días.
- Jul-06, Papel Comercial, USD 10 MM, 720 días.
- Dic-08, Titularización Flujos Futuros, USD 35 MM, serie A 1080 días, serie B 1530 días.
- May-10, Papel Comercial, USD 20 MM, 720 días.
- 29-Ago-11, Segunda Titularización Flujos Futuros, aprobada por USD 50 MM y colada USD 20 MM hasta el fin de agosto.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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 del papel en el mercado y no al contrario.

ANEXO No.1

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretudo la situación económica internacional.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de

dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrán, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.62%
Inc. anual oferta y demanda global%(usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.36	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011 PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB poroyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011.anualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.



Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente: BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012 PREV USD CORR	2009	2010	2011	2012
		TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEMANAL					

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE				proy.
	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aún cuando la recaudación de impuestos a mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas.

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinación de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores



mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aún considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.



EMPRESA: PRONACA C.A.

(Miles de USD)

RESULTADOS

	2007	2008	2009	2010	2010	2011	feb-12
Ventas	486,591	583,727	615,779	648,489	648,489	728,863	119,146
% crecimiento	19.96%	5.49%	5.31%	5.31%	5.31%	12.39%	-1.92%
Costos	-383,379	-469,657	-498,713	-530,657	-533,336	-589,388	-97,234
% crecimiento	22.50%	6.19%	6.41%	6.94%	10.51%	-1.02%	
MARGEN BRUTO (%)	21.21%	19.54%	19.01%	18.17%	17.76%	19.14%	18.39%
Otros Ingresos Operativos	0	0	1,156	1,324	1,324	0	81
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,671	54,279	57,719	55,706	52,804	72,508	10,264
MARGEN EBITDA (%)	10.00%	9.30%	9.37%	8.59%	8.14%	9.95%	8.61%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,671	54,279	57,719	55,706	52,804	72,508	10,264
MARGEN EBITDAR (%)	10.00%	9.30%	9.37%	8.59%	8.14%	9.95%	8.61%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	19,250	19,878	16,548	24,307	23,831	26,750	3,745
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	29,421	34,401	41,171	31,399	28,973	45,758	6,519
MARGEN EBIT (%)	6.05%	5.89%	6.69%	4.84%	4.47%	6.28%	5.47%
Gasto Financiero del período	-7,314	-13,851	-10,880	-8,917	-8,917	-8,596	-1,634
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.50%	2.37%	1.76%	1.37%	1.37%	1.18%	1.37%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7.40%	10.15%	8.90%	8.44%	8.44%	7.73%	8.13%
Impuestos a la renta	-4,860	-1,652	-3,764	-5,582	-5,582	-8,216	-1,363
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	22.74%	8.47%	13.33%	23.36%	25.72%	20.23%	25.27%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	10.61%	23.35%	3.95%	7.74%	8.53%	8.52%	9.75%
UTILIDAD NETA	16,508	17,855	22,882	18,726	17,072	33,365	4,030
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3.39%	3.06%	3.71%	2.88%	2.63%	4.58%	3.38%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual		9.89%	10.78%	7.50%	6.84%	12.14%	8.25%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual		4.59%	5.31%	3.89%	3.55%	6.36%	4.37%

FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)

Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	39,423	45,491	42,971	42,063	39,390	58,960	7,801
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-57,918	4,097	16,866	-18,456	-15,759	-8,544	496
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-18,495	49,588	59,837	23,607	23,631	50,416	8,297
Inversión en Activos Fijos	-22,932	-22,784	-19,880	-18,282	-18,282	-31,128	-1,999
Otras Inversiones, Neto	-15,858	-16,395	-18,899	-19,258	-19,282	-19,585	273
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones	-57,285	10,409	21,058	-13,933	-13,933	-297	6,571
Variación Neta de Deuda Financiera	67,975	6,944	-34,117	1,269	1,269	7,887	9,132
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	-4,663	-1,090	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-5,837	-2,228	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	0	316	9,093	819	819	-7,246	854
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	190	14,351	-3,966	-11,845	-11,845	344	16,557

Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)

EBITDA OPERATIVO	48,671	54,279	57,719	55,706	52,804	72,508	10,264
(-) Gasto Financiero del período	-7,314	-13,851	-10,880	-8,917	-8,917	-8,596	-1,634
(-) Impuesto a la renta del período	-4,860	-1,652	-2,173	-5,582	-5,582	-8,216	-1,363
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	36,497	38,776	44,666	41,207	38,305	55,696	7,267
(-) Variación Capital de Trabajo	-57,918	4,097	16,866	-18,456	-15,759	-8,544	496
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-21,421	42,873	61,532	22,751	22,546	47,152	7,763
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	2,731	5,580	1,115	1,850	1,850	3,460	526
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-3,470	-6,623	-3,169	-435	-206	0	-18
(+ o -) Ajustes no operativos que no fueron flujo	3,665	7,758	359	-559	-559	-196	26
(-) disminución en capital en efectivo en el período	0	0	0	0	0	0	0
(-) devolución de aportes para futuras capitalizaciones en el período	-4,663	-1,090	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-5,837	-2,228	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-22,932	-22,784	-19,880	-18,282	-18,282	-31,128	-1,999
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-51,927	23,486	39,957	5,325	5,349	19,288	6,298
(-)Otras Inversiones neto	-15,858	-16,395	-18,899	-19,258	-19,282	-19,585	273
Otros	0	0	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Neto	-67,785	7,091	21,058	-13,933	-13,933	-297	6,571
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	67,975	6,944	-34,117	1,269	1,269	7,887	9,132
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	316	9,093	819	819	-7,246	854
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	190	14,351	-3,966	-11,845	-11,845	344	16,557
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	26,701	27,400	41,780	37,814	37,814	25,969	28,313
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	26,891	41,751	37,814	25,969	25,969	26,313	42,870
FFO MARGEN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	7.50%	6.64%	7.24%	6.34%	5.89%	7.64%	6.10%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	48,671	54,279	57,719	55,706	52,804	72,508	10,264

BALANCE PRONACA C.A.

CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	26,891	41,751	37,814	25,969	25,969	26,313	42,870
Activos Totales	376,314	400,983	460,199	503,618	500,809	548,845	557,717
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	117,383	74,284	48,161	43,524	43,524	34,777	38,067
Pasivo financiero Largo Plazo	15,618	65,562	56,559	62,982	62,982	81,196	86,238
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Totales (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	133,001	139,846	104,720	106,506	106,506	115,973	125,105
Pasivos con Proveedores	29,885	35,553	60,414	77,945	77,945	78,587	63,594
Otros Pasivos	36,579	41,296	54,695	60,107	57,712	63,151	73,854
Pasivos Totales	199,465	216,695	219,829	244,558	242,163	257,711	262,553
Patrimonio (incluye Participación Minoritaria)	176,961	184,288	240,370	259,060	258,646	291,134	295,164
PATRIMONIO TANGIBLE	100,362	122,349	178,150	179,908	180,169	190,273	188,781
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	76,599	61,939	62,220	79,152	78,477	100,861	106,383
Capitalización ****	309,962	324,134	345,090	365,556	365,152	407,107	420,269
Contingentes	8,960	8,814	9,949	10,161	10,161	6,414	2,667
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL							
Activos Pignorados	55,119	48,422	99,354	94,836	94,836	97,234	95,538
Activos diferidos	25,394	24,824	12,192	12,206	12,206	12,382	12,344
Inventarios perecibles	0	0	118,873	136,497	136,497	0	0
Otros activos que deban ser restados (Fondos Restringidos y Derechos Fiduciarios)	0	0	866	8,163	8,471	9,459	9,474
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	295,801	327,737	229,780	260,079	257,270	439,229	449,835
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	295,801	327,737	228,914	251,916	248,799	429,770	440,361
Emisión de Obligaciones en Circulación	10,000	27,440	27,700	36,660	36,660	62,500	72,500
Emisión de Obligaciones por Aprobarse							40,000
Límite Legal para Emitir Obligaciones	236,641	262,190	183,824	208,063	205,816	351,383	359,868
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	29.58	11.94	8.26	6.87	6.79	6.88	3.91

FECHA COMITE: Abril 30 / 2012

ESTADOS FINANCIEROS A : Febrero / 2012

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



EMPRESA: PRONACA C.A.

(Miles de USD)

	2007	2008	2009	2010	2010	2011	feb-12
INDICADORES FINANCIEROS							
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING							
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.65	3.92	5.31	6.25	5.92	8.44	6.28
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.52	2.27	3.48	4.20	3.87	4.81	5.06
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.65	3.92	5.31	6.25	5.92	8.44	6.28
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	5.99	3.80	5.11	5.62	5.30	7.48	5.45
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-1.93	4.10	6.66	3.55	3.53	6.49	5.75
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.99	3.80	5.11	5.62	5.30	7.48	5.45
CFO/cargos fijos	-1.93	4.10	6.66	3.55	3.53	6.49	5.75
APALANCAMIENTO							
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.73	2.58	1.81	1.91	2.02	1.60	2.03
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	2.18	1.81	1.16	1.45	1.53	1.24	1.34
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3.64	3.61	2.34	2.58	2.78	2.08	2.87
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.43	0.43	0.30	0.29	0.29	0.28	0.30
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.67	0.65	0.48	0.44	0.44	0.45	0.48
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.99	1.77	1.23	1.36	1.34	1.35	1.39
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.99	1.77	1.23	1.36	1.34	1.35	1.39
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.33	1.14	0.59	0.59	0.59	0.61	0.66
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.00%	63.78%	2.77%	0.16%	-5.26%	5.14%	0.00%
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.88	0.53	0.46	0.41	0.41	0.30	0.31
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.31	0.52	0.93	0.95	0.88	1.60	1.12
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.32	1.62	1.28	2.27	2.11	2.04	1.45
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.54	1.08	1.71	1.54	1.48	2.36	2.22
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.18	0.58	1.28	0.52	0.52	1.36	1.20
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-1.15	2.98	2.78	1.62	1.60	2.38	1.95
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.21	0.88	1.61	0.72	0.72	1.31	2.08
CASH + Flujo de Caja Libre NETO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.35	0.66	1.22	0.28	0.28	0.75	2.12
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-1.35	4.53	3.51	2.22	2.23	2.31	3.38
CASH+ Flujo de Caja Libre NETO / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-2.20	3.39	2.66	0.86	0.86	1.32	3.45
OTROS INDICES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	34,638	88,317	93,464	99,941	99,941	119,195	130,757
Liquidez Acida (x)	0.46	0.71	0.99	0.92	0.92	1.07	1.22
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.43	0.66	0.72	0.63	0.63	0.69	0.78
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.02	1.02	0.99	0.97	0.98	0.97	0.99
Patrimonio / Activo Total (x)	0.47	0.46	0.52	0.51	0.52	0.53	0.53
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10.12	12.08	11.30	10.33	10.33	10.77	11.70
Días de cuentas por cobrar	35.57	29.80	31.85	34.85	34.85	33.44	30.78
Rotación de inventarios (x)	3.04	3.70	4.11	3.79	3.81	4.08	4.20
Días de inventarios	118.43	97.29	87.55	95.08	94.61	88.28	85.73
Rotación de cuentas por pagar (x) Incorpora deuda comercial financiera	7.69	13.21	8.25	6.81	6.84	7.50	9.17
Días de cuentas por pagar	46.84	27.25	43.61	52.88	52.61	48.00	39.24
Rotación Capital de Trabajo	11.07	5.32	5.34	5.31	5.34	4.94	4.46
Días de Capital de Trabajo	32.53	67.70	67.47	67.80	67.46	72.80	80.69
Días de Ciclo de Operación	-74.63	-32.14	-8.32	-9.26	-9.39	-0.91	3.42
Activo corriente / Pasivo corriente	1.21	1.67	1.76	1.73	1.73	1.91	2.02

(x) Índice expresado en número de veces