



Ecuador
Papel Comercial

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

Calificaciones – Primer Seguimiento

Tipo Instrumento	Monto Autoriz.	Monto Circul. Ago/12	Vcto.	Calif. Inicial	Calif. Actual	Fecha Último Cambio Calif.
Fid. Tit. Flujos I						
Serie B	USD \$ 20 MM	USD \$ 5 MM	mar-13	AAA	AAA	NR
Fid. Tit. Flujos II						
Serie A	USD \$ 8 MM	USD \$ 6,7 MM	nov-14	AAA	AAA	NR
Serie B	USD \$ 12 MM	USD \$ 10,3 MM	ago-15	AAA	AAA	NR
Serie C	USD \$ 5 MM	USD \$ 4,5 MM	nov-16	AAA	AAA	NR
Serie D	USD \$ 5 MM	USD \$ 4,5 MM	ago-17	AAA	AAA	NR
Serie E	USD \$ 10 MM	USD \$ 8,3 M	ene-15	AAA	AAA	NR
Serie F	USD \$ 10 MM	USD \$ 10 M	oct-15	AAA	AAA	NR
Papel Comercial	USD \$ 40 MM	USD \$ 40 MM	oct-12	AAA		NA

Programa Papel Comercial

Emisor:	PRONACA C.A.		
Monto Programa:	USD\$ 40,000,000.00		
Plazo Programa:	720 días		
	Monto por Serie	Plazo por Serie	
	(miles de US\$)		
Clases			
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.		
Fecha autorización Programa:	15/06/2012		
Fecha vencimiento Programa:	05/06/2014		

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

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros internos e información adicional con corte a Agosto 2012, de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener 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 debe realizarse en el corto plazo aunque el plazo del programa va hasta junio del 2014.

La calificación asignada refleja las expectativas en cuanto al desempeño de la gestión operativa, e incorpora la confianza de que los niveles de endeudamiento al menos se mantendrían en relación al EBITDA y al patrimonio tangible y de que la liquidez regresaría en el corto plazo a niveles más consistentes con la calificación otorgada.

La gestión operativa muestra un constante crecimiento del EBITDA aunque a tasas volátiles en función del precio de las materias primas y al comportamiento macroeconómico al que se relaciona directamente la industria.

El comportamiento positivo del EBITDA durante lo que va del año obedece a un exitoso manejo de insumos y a una mayor participación de los productos de mayor valor agregado en las ventas. También ha influenciado una controlada administración de los gastos operativos.

FECHA COMITE: Octubre 30 / 2012

ESTADOS FINANCIEROS A : Agosto / 2012



Si bien se espera que las ventas hasta final del año sean inferiores a lo proyectado estas mostrarán un incremento adecuado que se reflejará también en el EBITDA. Para los próximos años se esperan crecimientos en ventas menores, comparados con los dos últimos años, pero superiores al crecimiento de la economía. No se prevé aumentos importantes en márgenes ya que el mercado es cada vez más presionado por la competencia. En todo caso el posicionamiento de la empresa y de su marca y sus estrategias comerciales garantizan una buena gestión.

A pesar de que PRONACA financia importantes inversiones de sus relacionadas - algunas de las cuales aún no llegan al punto de equilibrio o generan marginalmente - su desempeño y las políticas de capitalización implementadas, le han permitido mantener niveles de endeudamiento adecuados tanto en relación al patrimonio como en relación al EBITDA, lo cual le proporciona un buen nivel de flexibilidad financiera. Se espera que las relaciones de endeudamiento se mantengan en el tiempo.

Históricamente la empresa es generadora de flujos operativos suficientes para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, pagar dividendos a los accionistas, hacer sus propias inversiones y financiar inversiones a terceros. Excepciones a este comportamiento se producen por razones expuestas a continuación.

La liquidez de la empresa está vinculada al comportamiento de los precios de las materias primas que en ciertos períodos promueve compras extraordinarias de insumos e incluso pago anticipado de los mismos para beneficiarse de las condiciones.

Así mismo la procedencia de dichos insumos tiene efecto en la liquidez ya que a diferencia de los proveedores extranjeros, los proveedores locales no ofrecen financiamiento. En este sentido la procedencia de la soya y del maíz depende de la capacidad de los productores locales de abastecer de dichos insumos al mercado. En el caso de que la producción local sea suficiente o excedentaria para abastecer el requerimiento los consumidores locales deben comprar primero localmente hasta agotar el stock nacional y luego de requerirlo, solicitar cupos para la compra internacional de insumos.

Es así como a la fecha de análisis, la liquidez de la empresa se contrae mostrando indicadores presionados, ya que se realizan compras y pagos anticipados de inventarios para beneficiarse de sus precios. Adicionalmente se compra más materia prima (maíz) a proveedores locales, sin financiamiento. Estos eventos exigieron incremento de deuda financiera para cubrir los requerimientos de capital de trabajo y refinanciamiento total de la deuda de corto plazo.

Se espera que la liquidez se vaya aflojando paulatinamente desde finales de año (en el último trimestre se producen el 30% de las ventas) una vez que los inventarios adquiridos empiecen a generar.

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 perfil de crédito en el

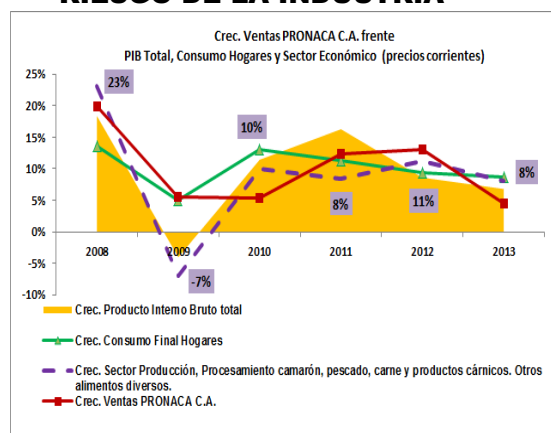
sistema financiero local e internacional, y la disponibilidad de cupos de líneas de crédito en función de su situación financiera.

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 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.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver anexo 1.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: BCE, Pronaca C.A.

Elaboración: BWR

Pronaca C.A. es una industria manufacturera que corresponde al segmento de producción, procesamiento y conservación de camarón, pescado, carne y productos cárnicos, y productos alimenticios diversos, cuya demanda se relaciona de manera directa con el desarrollo del PIB nacional y la capacidad de consumo de los hogares. Frente al PIB total este sub segmento de las industrias manufactureras representa el 3%.

En 2011 el consumo de los hogares creció en 11.4%, porcentaje menor al 13% de incremento en el periodo precedente, no por falta de liquidez en la economía que se evidencia el gráfico en el aumento del PIB de ese año, más bien por decisión de los consumidores.

Observado desde el 2009 el segmento de producción, procesamiento y conservación de camarón, pescado, carne y productos cárnicos, y productos alimenticios diversos, conserva la misma tendencia de desarrollo al consumo de los hogares, con crecimientos similares a éste. En 2011 el segmento económico de análisis se expandió en 8.4%.

Las previsiones del BCE de desarrollo para el segmento económico estudiado, de 11% en el año 2012 y 8% para 2013, estarían influenciadas por un aumento de los precios y por la fortaleza de la demanda doméstica, elementos que podrían no mantenerse en el 2013. En el 2013 se llevará a cabo un nuevo proceso electoral que

provoca incertidumbre en el sector real y limita las inversiones del sector público.

El segmento de producción de alimentos en análisis tiene una competencia importante proveniente de empresas locales y de micro empresarios.

La oferta del segmento incorpora productos de primera necesidad, no obstante, varios de estos son sensibles al precio (demanda elástica) por tener productos sustitutos.

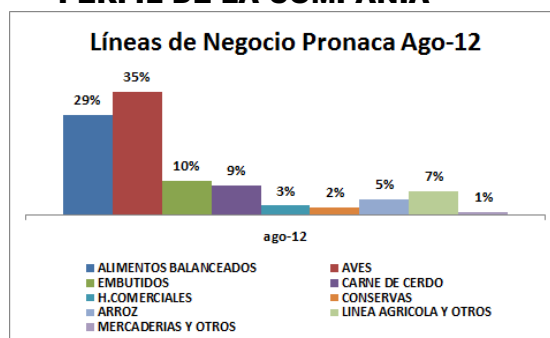
La variedad e innovación de productos y presentaciones, así como la diversificación de mercados objetivos, son diferenciadores fundamentales para mitigar el riesgo de competencia y de sensibilidad al costo por la variación del precio de las materias primas.

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 el mercado local el precio de estos insumos también tiende a crecer pero en menor medida. La perspectiva en el corto plazo es que el incremento en los precios de las materias primas mantenga la tendencia creciente en niveles más fuertes.

Los precios del maíz y la soya, al igual que otros insumos que se producen localmente, están regulados. Así mismo, los cupos que otorga el Gobierno para la importación de estos insumos dependen de la oferta local. Estos cupos son otorgados en la medida en que la oferta local se haya agotado. En este año, la oferta de maíz local fue excedentaria por lo que se limitaron los cupos a las importaciones debiendo abastecerse la industria nacionalmente. Los productores locales a diferencia de los proveedores internacionales no otorgan crédito.

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, mantener relaciones sólidas con proveedores locales e internacionales lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables dependiendo de las circunstancias y de las restricciones en un momento dado. También suelen constituir relaciones con proveedores nacionales asociados con quienes se genera un vínculo de fidelidad. Adicionalmente utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios en las materias primas importadas.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA



Fuente: Pronaca C.A.
 Elaboración: BWR

Pronaca mantiene crecimientos que están en línea con su segmento, con tasas similares o superiores a éste, gracias a la diversidad y valor agregado de sus productos, así como por su gestión comercial.

Pronaca está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, importante empleadora del país, y una de las compañías de mayor volumen en ventas a nivel nacional.

Las ventas de Pronaca se realizan dentro del país. La compañía llega al consumidor minorista a través de una logística bien definida y una fuerza comercial importante, conformada por 1.100 colaboradores directos que atienden cerca de 53.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados, en todo el país. A la fecha realizan una restructuración comercial que mejoraría la logística y consecuentemente permitiría profundizar la penetración en el segmento de clientes minoristas.

Cuentan con un portafolio de productos prudentemente diversificado. Todas las líneas tienen una sensibilidad moderada a la variación del precio, que está influenciada por la competencia y el comportamiento de las materias primas nacionales e internacionales, principalmente. Esa situación es en parte mitigada por el posicionamiento comercial de la empresa y por el liderazgo en el mercado de varios 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. En este segmento están migrando hacia productos de mayor valor agregado en los que el margen es mejor. Por otro lado, desde el 2008 se enfocan en desarrollar productos en presentaciones más pequeñas accesibles en precio para sectores con menos recursos, generando la ampliación de la base de clientes.

La producción de Pronaca requiere un 60% de materias primas agrícolas (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. Así



mismo, como en el año 2012, la empresa utiliza sus recursos para manejar la compra y el pago de sus insumos aprovechando las circunstancias que le permitan proteger los márgenes.

Históricamente Pronaca prioriza el abastecimiento de insumos locales, fundamentalmente en maíz, por su superioridad en calidad y por la facilidad de abastecerse localmente. Estas condiciones suplen el precio más alto que generalmente tiene el maíz local frente al maíz importado. A la fecha la diferencia en precios entre el inventario agrícola local e importado es pequeño por el aumento importante de los precios en el exterior.

La materia prima agrícola local se adquiere al contado, y las importaciones con crédito de proveedores o financiero.

Operan en instalaciones y con tecnología moderna que les otorga la posibilidad de adaptar sus productos a las necesidades de sus mercados. La empresa requiere de inversiones anuales por alrededor de USD30 millones para el reemplazo de activos y la ejecución de proyectos nuevos. Durante 2012 se han realizado inversiones para ampliar la capacidad de producción en ciertas líneas y mejorar procesos en otras.

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.

El número de empleados de Pronaca y Grupo supera los 6.000 y 7.000, respectivamente.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Inversiones en Subsidiarias	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Mardex	50	Pescado	Ecuador	Exportación 75%, local 25%
TC Tesalia Corporation Colombia - Bogotá	95	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
Cridec	99.99		Ecuador	No activa - local
Grallarcam	81		Ecuador	No activa - local
Cupesmar	100		Ecuador	No activa - local
Otras menores	100		Ecuador	No activa - local

Fuente: Pronaca C.A.

Elaboración: BWR

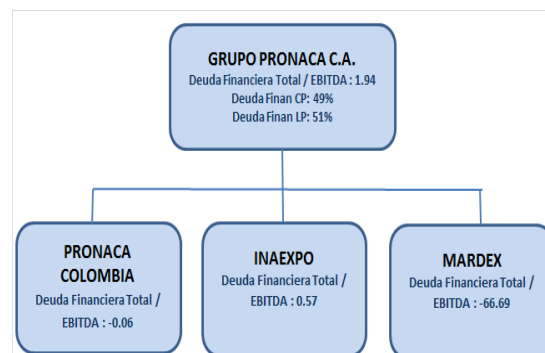
Pronaca invierte en **empresas subsidiarias** que tienen su mismo fin de producir y comercializar alimentos con o sin valor agregado, a excepción de Inmogra que es una compañía inmobiliaria.

El control administrativo y financiero de todas las subsidiarias lo tiene Pronaca. Ninguna compañía del grupo tiene comité de empresa ni ha experimentado problemas laborales.

El grupo tiene representación comercial principalmente en Ecuador, las operaciones en el exterior así como las ventas al exterior de sus subsidiarias tienen una competencia importante y, otros factores en la

producción, aranceles, etc, que los convierten en desarrollos más sensibles.

El retorno económico de las subsidiarias es de largo plazo. En este año 2012 Inaexpo cerrará con resultado positivo, las demás subsidiaria todavía no llegan a punto de equilibrio, no obstante, sus pérdidas son cada vez menores, y los requerimientos de soporte financiero a Pronaca también. A ago-12 la inversión en estas empresas suma USD 64,9 MM y representan el 11.24% de los activos del balance de su cabeza de grupo.



Fuente: Grupo Pronaca

Elaboración: BWR

La deuda financiera total del grupo en relación al EBITDA del grupo representa 1.94 veces. El EBITDA proviene principalmente de PRONACA C.A.

Pronaca también ofrece soporte a sus subsidiarias como garante de pasivos de estas compañías. Al corte analizado los créditos garantizados ascienden a USD 6,2 MM. En vista de que PRONACA C.A. podría eventualmente tener que asumir estas obligaciones, se han estresado los indicadores de endeudamiento añadiendo estos contingentes.

A la fecha de análisis Inaexpo Ecuador (productora y comercializadora de palmito y alcachofa) está valorada en USD 30,7 MM, su valor contable no incorpora la pérdida de USD 6 MM por la venta de su subsidiaria Inaexpo Brasil. Esta pérdida se evidenciará al cierre de los estados financieros de 2012.

Las empresas registradas como asociadas son inactivas en su mayoría y sus balances corresponden fundamentalmente a activos fijos, exceptuando Florpaper. Estas inversiones suman USD 8,3 MM, equivalente al 1.44% de los activos de Pronaca.

■ 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) Ago-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 mantendrá.

En este enfoque nuevo el objetivo es profundizar en el volumen de ventas tanto de productos de generación confiable (embutidos, carne de cerdo, alimento balanceado), como en las líneas de arroz, aves, huevos, que tienen márgenes reducidos pero han alcanzado buena posición en el mercado.

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.

Hasta abril de este año la compañía consideró posible alcanzar ventas de dos dígitos de crecimiento para el periodo 2013 y 2014. Sin embargo, por el comportamiento del precio de las materias primas y, mayor competencia de pequeños productores, las expectativas de ampliación serán revisadas para el próximo seguimiento, no obstante, el EBITDA sostendría un crecimiento en línea con su comportamiento histórico.

En el periodo de análisis la compañía obtuvo inventarios de materia prima agrícola local, principalmente maíz, por sobre lo histórico, acogiéndose a la norma establecida en función del aumento de la producción en el país en un contexto de menor oferta y fuerte aumento en el precio de las materias primas internacionales, lo cual en este año no generó un efecto importante para los costos.

La opción de abastecerse principalmente en el país, modifica la estructura de financiamiento de inventarios desde proveedores hacia la utilización de la generación propia y de deuda con costo, las dos fuentes de apalancamiento son sólidas y seguras para atender el cambio en el ciclo de operación, que se mantiene de corto plazo.

En este escenario la compañía planifica reducir plazos de crédito en los diferentes canales de comercialización a fin de no ampliar la necesidad de capital de trabajo.

Durante los últimos años la política de endeudamiento de la empresa ha sido más bien conservadora y desde el 2008 se han empeñado en reducir el descalce de plazos entre activos y pasivos y el costo financiero, mediante la restructuración 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.

■ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Este análisis se realiza con base en los estados financieros interinos bajo NIIF a agosto 2012 de PRONACA C.A.

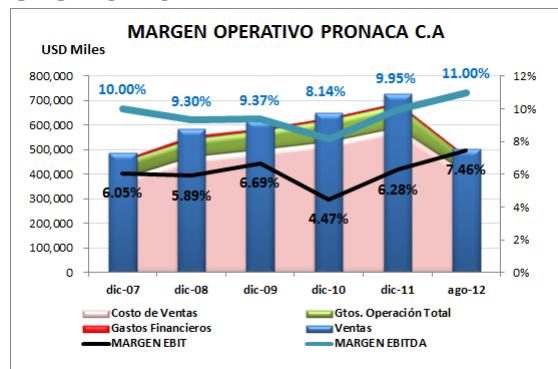
En vista de que no se han obtenido estados financieros consolidados de Pronaca con sus subsidiarias, se han llevado algunos indicadores a escenarios de estrés para reflejar en lo posible la capacidad de pago de Pronaca incorporando las operaciones inter-compañías.

Las operaciones de las subsidiarias son pequeñas en relación con Pronaca. Los indicadores del grupo no presentan variaciones importantes. Consideramos que el análisis realizado muestra razonablemente la capacidad de pago del emisor.

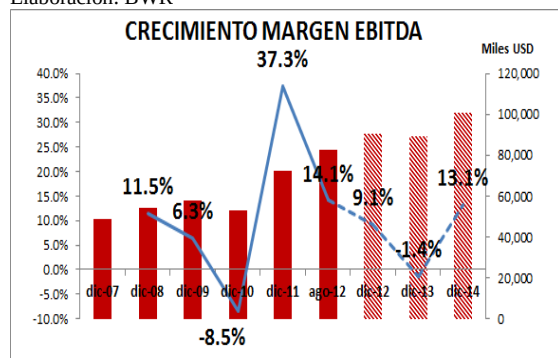
Del total de los activos y pasivos del grupo aproximadamente un 93% pertenecen a Pronaca. Las

utilidades y patrimonio del grupo provienen 100% de esta compañía.

GESTIÓN 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 EBITDA y del resultado neto.

Si bien el margen EBIT y EBITDA que se mueven consistentemente entre ellos muestran desde el 2010 una tendencia positiva, su crecimiento es volátil y depende principalmente de la capacidad de la empresa para administrar los insumos en función del comportamiento de sus precios y sus ventas en función de su sensibilidad al precio y su competencia.

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

A agosto 2012 las ventas de Pronaca son mayores en 10.4% respecto a igual periodo de 2011. El ejercicio terminaría con una ampliación de dos dígitos similar a 2011, pero inferior al 13% programado para este año a causa de mayor competencia en el mercado.

En 2012 y hasta 2013 la compañía desarrollará un programa de reestructuración administrativa que demandaría un incremento coyuntural de los gastos de operación en alrededor del 4%. El efecto negativo en los márgenes a corto plazo sería marginal mientras que a mediano plazo se evidenciaría mayor eficiencia operativa.

El cambio en la estructura de financiamiento de inventarios genera aumento de deuda con costo pero que se contrata a tasas competitivas. El gasto financiero se mantendría dentro de lo histórico, representando hasta un 1.35% de las ventas.

De otro lado, el fortalecimiento de la operación de la compañía expresado en su EBIT y EBITDA, otorga una cobertura creciente al gasto financiero, que en ago-12 se ubica en 8.19 veces, lo que otorga una adecuada flexibilidad financiera. Se esperaría que estos niveles de cobertura al menos se mantengan.

Consideramos que las estrategias implementadas por la compañía sostendría 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

Al corte analizado los activos de la compañía se distribuyen en un 47% a corto plazo y en un 53% 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 por la revalorización de activos fijos producto de la aplicación de las NIIF. 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 6% del activo total.

Las cuentas por cobrar representan 9% 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 disminuye atípicamente por la adquisición anticipada de inventarios. Al momento de análisis la empresa tiene inventarios para 102 días, cuando a diciembre tenía 88 días. Para fin de año se espera mayor normalidad en la rotación de este activo por la venta



importante en las festividades del último trimestre del año. Representan 29% del activo.

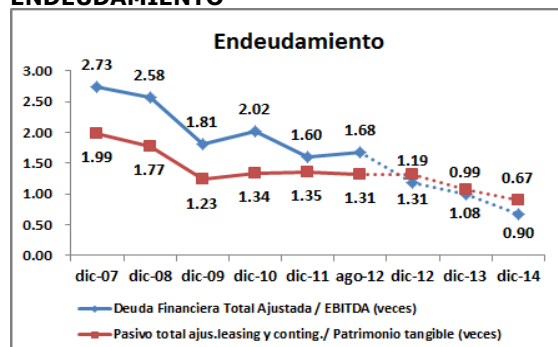
Los activos no corrientes más importantes son propiedades, inversiones en subsidiarias, activos intangibles, activos mantenidos para la venta, activos biológicos. Con excepción de activos biológicos, los demás rubros son de baja o lenta recuperación.

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 empaque 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 1% de los activos incluyen fondos restringidos y el fideicomiso agrícola.

ENDEUDAMIENTO



Fuente: Balance real y proyectados de la compañía.
Elaboración: BWR

El ciclo del negocio 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.

Deuda Financiera y Proveedores son las principales fuentes externas de apalancamiento.

El apalancamiento que proviene de proveedores es un apalancamiento de corto plazo local e internacional (fundamentalmente maíz y soya). En este periodo de estudio los días de financiamiento se han reducido en promedio 15 días hasta 30 días. La reducción del plazo del financiamiento otorgado por los proveedores se produce básicamente por la adquisición con pago anticipado o al contado de materia prima local, como consecuencia de la situación actual del mercado ya explicada anteriormente. No se espera una mayor disminución del financiamiento de proveedores. Este rubro representa 19% del pasivo.

El pasivo financiero representa el 52% del pasivo total de la compañía. Desde el 2008 procuran financiar sus

operaciones con plazos acordes a la dinámica de las operaciones. Así las obligaciones de mediano y largo plazo, especialmente con organismos multilaterales y el mercado de valores nacional, han alcanzado mayor representación en su estructura de pasivos financieros.

A la fecha de análisis por la amortización de las obligaciones financieras de mediano plazo la deuda financiera se concentra en el corto plazo (47%). Para fin de año la administración concretaría una restructuración y nueva deuda de largo plazo, que elevaría la participación de la porción de corto plazo a niveles de 56% o 58% sobre la deuda financiera total, aliviando la liquidez.

El gráfico muestra que el endeudamiento de la empresa (al que se le ha sumado las garantías otorgadas a relacionadas) 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.

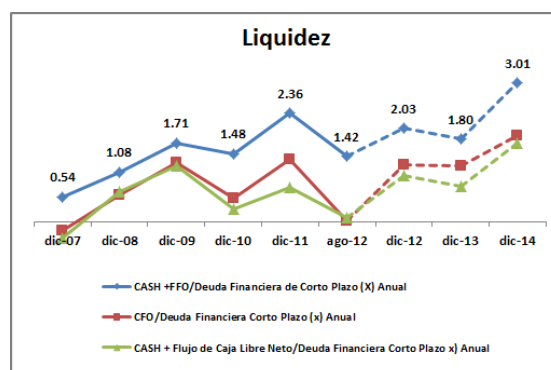
Este comportamiento se explica por el crecimiento del EBITDA y la capitalización de resultados netos en cada período. La empresa con sus propios flujos ha sido capaz de cubrir todas sus necesidades de capital de trabajo, de hacer sus inversiones en CAPEX, y se ha endeudado para completar las inversiones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

En caso de desdolarización, la compañía presentaría a la fecha, una exposición cambiaria, no cubierta, del 5.7% del activo y 10.6% del patrimonio, derivada de la proporción de deuda financiera adquirida en el exterior, la misma que representa un 24% de la deuda financiera global a ago-12. 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.

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

El saldo insoluto del programa de papel comercial vigente es de USD 40 MM, constituye el 29% de la deuda financiera y 15% del pasivo total.

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, junto con la restructuración de la deuda financiera, han favorecido las relaciones de liquidez de la compañía como se evidencia en el gráfico.

El flujo de caja operativo (CFO) generado por la compañía ha sido creciente y suficiente para atender los requerimientos de capital de trabajo e inversiones propias, requiriendo deuda para inversiones en subsidiarias.

El suceso de adquisición anticipada de inventarios en este periodo, y pago a proveedores, demandó capital de trabajo extraordinario e importante, ajustando coyunturalmente el CFO y el Flujo de Caja Libre, que históricamente son positivos.

No se espera nueva presión de capital de trabajo hasta cierre de año ni en el corto plazo ya que el requerimiento adicional de inventarios ya está financiado y este irá abasteciendo en el tiempo.

Se esperaría que con los ingresos del último trimestre del año, que constituyen 30% de las ventas, las relaciones de liquidez volvieran a encontrarse dentro de lo proyectado.

De otro lado, la contratación de nueva deuda financiera de largo plazo hasta fin de año, en parte para reestructurar pasivos, alivianaría la presión en la liquidez.

De darse la restructuración de pasivos y la generación esperada, la empresa requeriría refinanciar sus pasivos entre un 25% y un 40% 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.

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.

A la fecha tiene cupos disponibles de líneas de crédito de organismos internacionales por USD 50 MM y un valor igual de entidades financieras nacionales.

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 pignorados, activos diferidos, activos en litigio, activos restringidos. La estructura de la garantía general a agosto 2012 es la siguiente:

EMPRESA PRONACA C.A.	ago-12	Activo Pignorado 31/08/12	Activo Disponible	Activo Diferido / Intangible	Activos Restring.	Activo Libre
Miles USD						
Total Activo Corriente	273,594	10,000	263,594	-	-	263,594
Fondos Disponibles	32,475		32,475			32,475
Inversiones Financieras	5,468		5,468			5,468
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	51,879		51,879			51,879
Inventarios Neto	134,623	10,000	124,623			124,623
Activos Biológicos Corrientes	35,429		35,429			35,429
Impuestos Corrientes	7,485		7,485			7,485
Gastos pagados por anticipado	6,235		6,235			6,235
Total Activo No Corriente	304,049	85,456	218,593	13,839	6,591	198,163
Propiedades	180,913	85,456	95,457			95,457
Activos para la venta	956		956			956
Activos Biológicos No Corrientes	8,640		8,640			8,640
Propiedades de inversión	132		132			132
Inversiones en Subsidiarias	64,918		64,918			64,918
Inversiones en Acciones	8,311		8,311			8,311
Cuentas por Cobrar LP Accion/Relac.	5,080		5,080			5,080
Activos Intangibles	13,839		13,839	13,839		-
Inversiones Financieras	12,594		12,594		6,591	6,003
Impuestos Diferidos	4,124		4,124			4,124
Otros Activos No Corrientes	4,542		4,542			4,542
ACTIVOS TOTALES	577,643	95,456	482,187	13,839	6,591	461,757
Papel Comercial por aprobarse						40,000
Titularizaciones de Flujos Futuros en circulación						49,000
Garantía / Títulos en circulación en Mercado Valores (veces)						5.19

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

La garantía general compuesta por los activos libres de PRONACA cubre 5.19 veces la 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:

- a) Nov-03, Emisión obligaciones generales, USD 10 MM, 1080 días.
- b) Jul-06, Papel Comercial, USD 10 MM, 720 días.
- c) Dic-08, Titularización Flujos Futuros, USD 35 MM, serie A 1080 días, serie B 1530 días.
- d) May-10, Papel Comercial, USD 20 MM, 720 días.
- e) 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

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

La tendencia del PIB en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración real de la Economía que llegaría a 4 % para fines del 2012.

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano,

terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

La inflación a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

El Mercado Laboral urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

El salario real mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantienen en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presentó un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011. Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12 % llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.



El **Presupuesto General del estado (PGE)** a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO			
	2011 ene - jun	2012 ene - jun	Variación 2011 - 2012
TOTAL INGRESOS	8,754	11,000	25.7%
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
TOTAL GASTOS	8,382	9,737	16.2%
Gasto Corriente	4,737	5,443	14.9%
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrientes	43	63	46.5%
Gastos de Capital	3,645	4,294	17.8%
DEFICIT / SUPERAVIT	372	1,263	
Fuente: Ministerio de Finanzas			

La **recaudación de Impuestos**, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los Gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

Los **gastos de capital** también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La **deuda Interna**, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer Semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los **depósitos de la banca privada** suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

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.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería 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 5.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coincidir 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 aun 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: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,227
Inc. PIB (Mill 2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	67,427	73,232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	8,61%
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	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Público / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petróleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuentes: Análisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado, 2012 registro oficial y proforma PIB





EMPRESA: PRONACA C.A.						
(Miles de USD)						
	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ago-12
RESULTADOS						
Ventas	486,591	583,727	615,779	648,489	728,863	501,408
% crecimiento	0	19.96%	5.49%	5.31%	12.39%	3.19%
Costos	-383,379	-469,657	-498,713	-533,336	-589,388	-401,078
% crecimiento	0	22.50%	6.19%	6.94%	10.51%	2.07%
MARGEN BRUTO (%)	21.21%	19.54%	19.01%	17.76%	19.14%	20.01%
Otros Ingresos Operativos	0	0	1,156	1,324	0	0
% crecimiento	0	#DIV/0!	#DIV/0!	15%	-100%	#DIV/0!
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,671	54,279	57,719	52,804	72,508	55,148
MARGEN EBITDA (%)	10.00%	9.30%	9.37%	8.14%	9.95%	11.00%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,671	54,279	57,719	52,804	72,508	55,148
MARGEN EBITDAR (%)	10.00%	9.30%	9.37%	8.14%	9.95%	11.00%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	19,250	19,878	16,548	23,831	26,750	17,767
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	29,421	34,401	41,171	28,973	45,758	37,381
MARGEN EBIT (%)	6.05%	5.89%	6.69%	4.47%	6.28%	7.46%
Gasto Financiero del período	-7,314	-13,851	-10,880	-8,917	-8,596	-6,735
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.50%	2.37%	1.76%	1.37%	1.18%	1.34%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7.40%	10.15%	8.90%	8.44%	7.73%	7.93%
Impuestos a la renta	-4,860	-1,652	-3,764	-5,582	-8,216	-7,863
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	22.74%	8.47%	13.33%	25.72%	20.23%	24.73%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	10.61%	23.35%	3.95%	8.53%	8.52%	4.44%
UTILIDAD NETA	16,508	17,855	22,882	17,072	33,365	23,937
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3.39%	3.06%	3.71%	2.63%	4.58%	4.77%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	0.00%	9.89%	10.78%	6.84%	12.14%	11.90%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	0.00%	4.59%	5.31%	3.55%	6.36%	6.37%
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	39,390	58,960	42,417
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-57,918	4,097	16,866	-15,759	-8,544	-40,087
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-18,495	49,588	59,837	23,631	50,416	2,330
Inversión en Activos Fijos	-22,932	-22,784	-19,880	-18,282	-31,128	-13,226
Otras Inversiones, Neto	-15,858	-16,395	-18,899	-19,282	-19,585	-4,514
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones	-67,285	10,409	21,058	-13,933	-297	-15,410
Variación Neta de Deuda Financiera	67,975	6,944	-34,117	1,269	7,887	22,902
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	-4,663	-1,090	0	0	0	-795
Pago de Dividendos	-5,837	-2,228	0	0	0	-1,298
Otros Financiamientos, Neto	0	316	9,093	819	-7,246	763
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	190	14,351	-3,966	-11,845	344	6,162
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)						
EBITDA OPERATIVO	48,671	54,279	57,719	52,804	72,508	55,148
(-) Gasto Financiero del período	-7,314	-13,851	-10,880	-8,917	-8,596	-6,735
(-) Impuesto a la renta del período	-4,860	-1,652	-2,173	-5,582	-8,216	-7,863
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	36,497	38,776	44,666	38,305	55,696	40,550
(-) Variación Capital de Trabajo	-57,918	4,097	16,866	-15,759	-8,544	-40,087
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-21,421	42,873	61,532	22,546	47,152	463
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	2,781	5,580	1,115	1,850	3,460	1,412
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-3,470	-6,623	-3,169	-206	0	-258
(+ o -) Ajustes no operativos que no fueron flujo	3,665	7,758	359	-559	-196	713
(-) disminución en capital en efectivo en el período	0	0	0	0	0	0
(-) devolución de aportes para futuras capitalizaciones en el período	-4,663	-1,090	0	0	0	-795
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-5,837	-2,228	0	0	0	-1,298
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-22,932	-22,784	-19,880	-18,282	-31,128	-13,226
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-51,927	23,486	39,957	5,349	19,288	-12,989
(-)Otras Inversiones neto	-15,858	-16,395	-18,899	-19,282	-19,585	-4,514
Otros	0	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Neto	-67,785	7,091	21,058	-13,933	-297	-17,503
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	67,975	6,944	-34,117	1,269	7,887	22,902
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	316	9,093	819	-7,246	763
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	190	14,351	-3,966	-11,845	344	6,162
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	26,701	27,400	41,780	37,814	25,969	26,313
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	26,891	41,751	37,814	25,969	26,313	32,475
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	7.50%	6.64%	7.24%	5.89%	7.64%	8.09%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	48,671	54,279	57,719	52,804	72,508	55,148
BALANCE PRONACA C.A.						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	26,891	41,751	37,814	25,969	26,313	32,475
Activos Totales	376,314	400,983	460,199	500,809	548,845	577,643
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	117,383	74,284	48,161	43,524	34,777	65,655
Pasivo financiero Largo Plazo	15,618	65,562	56,559	62,982	81,196	73,067
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	133,001	139,846	104,720	106,506	115,973	138,722
Pasivos con Proveedores	29,885	35,553	60,414	77,945	78,587	50,195
Otros Pasivos	36,579	41,296	54,695	57,712	63,151	76,408
Pasivos Totales	199,465	216,695	219,829	242,163	257,711	265,325
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	176,961	184,288	240,370	258,646	291,134	312,318
PATRIMONIO TANGIBLE	100,362	122,349	178,150	180,169	190,270	202,326
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	76,599	61,939	62,220	78,477	100,864	109,992
Capitalización ****	309,962	324,134	345,090	365,152	407,107	451,040
Contingentes	8,960	8,814	9,949	10,161	6,414	6,255
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0



EMPRESA: PRONACA C.A.

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ago-12
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.65	3.92	5.31	5.92	8.44	8.19
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.52	2.27	3.48	3.87	4.81	6.22
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.65	3.92	5.31	5.92	8.44	8.19
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	5.99	3.80	5.11	5.30	7.48	7.02
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-1.93	4.10	6.66	3.53	6.49	1.07
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.99	3.80	5.11	5.30	7.48	7.02
CFO/cargos fijos	-1.93	4.10	6.66	3.53	6.49	1.07
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexib	2.73	2.58	1.81	2.02	1.60	1.68
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual-	2.18	1.81	1.16	1.53	1.24	1.28
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3.64	3.61	2.34	2.78	2.08	2.28
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.43	0.43	0.30	0.29	0.28	0.31
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	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	0.45	0.52
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.99	1.77	1.23	1.34	1.35	1.31
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.99	1.77	1.23	1.34	1.35	1.31
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.33	1.14	0.59	0.59	0.61	0.69
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.00%	63.78%	2.77%	-5.26%	5.14%	8.25%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.88	0.53	0.46	0.41	0.30	0.47
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.31	0.52	0.93	0.88	1.60	0.93
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.32	1.62	1.28	2.11	2.04	1.89
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.54	1.08	1.71	1.48	2.36	1.42
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.18	0.58	1.28	0.52	1.36	0.01
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-1.15	2.98	2.78	1.60	2.38	0.03
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.21	0.88	1.61	0.72	1.31	0.20
CASH + Flujo de Caja Libre NETO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.35	0.66	1.22	0.28	0.75	0.09
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-1.35	4.53	3.51	2.23	2.31	0.51
CASH+ Flujo de Caja Libre NETO / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-2.20	3.39	2.66	0.86	1.32	0.24
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	34,638	88,317	93,464	99,941	119,198	131,862
Liquidez Acida (x)	0.46	0.71	0.99	0.92	1.07	0.98
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.43	0.66	0.72	0.63	0.69	0.60
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.02	1.02	0.99	0.98	0.97	1.03
Patrimonio / Activo Total (x)	0.47	0.46	0.52	0.52	0.53	0.54
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10.12	12.08	11.30	10.33	10.77	13.52
Días de cuentas por cobrar	35.57	29.80	31.85	34.85	33.44	26.63
Rotación de inventarios (x)	3.04	3.70	4.11	3.81	4.08	3.54
Días de inventarios	118.43	97.29	87.55	94.61	88.28	101.76
Rotación de cuentas por pagar (x) Incorpora deuda comercial financiera	7.69	13.21	8.25	6.84	7.50	11.99
Días de cuentas por pagar	46.84	27.25	43.61	52.61	48.00	30.04
Rotación Capital de Trabajo	11.07	5.32	5.34	5.34	4.94	4.56
Días de Capital de Trabajo	32.53	67.70	67.47	67.46	72.81	78.90
Días de Ciclo de Operación	-74.63	-32.14	-8.32	-9.39	-0.91	-19.45
Activo corriente / Pasivo corriente	1.21	1.67	1.76	1.73	1.91	1.93