



Ecuador
Papel Comercial

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

Calificaciones – Segundo Seguimiento

Tipo Instrumento	Monto Autoriz.	Monto Circul. Mar/13	Vcto.	Calif. Inicial	Calif. Actual	Fecha Último Cambio Calif.
Papel Comercial	USD \$ 40 MM	USD \$ 39 MM	jun-14	AAA	AAA	NA
Fid. Tit. Flujos II						
Serie A	USD \$ 8 MM	USD \$ 5,3 MM	nov-14	AAA	AAA	NR
Serie B	USD \$ 12 MM	USD \$ 8,5 MM	ago-15	AAA	AAA	NR
Serie C	USD \$ 5 MM	USD \$ 4,0 MM	nov-16	AAA	AAA	NR
Serie D	USD \$ 5 MM	USD \$ 4,0 MM	ago-17	AAA	AAA	NR
Serie E	USD \$ 10 MM	USD \$ 6,6 M	ene-15	AAA	AAA	NR
Serie F	USD \$ 10 MM	USD \$ 8,5 M	oct-15	AAA	AAA	NR

La primera titularización de flujos futuros de PRONACA venció el 17 de marzo 2013.

Programa Papel Comercial		
Emisor:	PRONACA C.A.	
Monto Programa:	USD\$ 40,000,000.00	
Plazo Programa:	720 días	
	Monto por Serie (miles de US\$)	Plazo por Serie
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 Obligacionista:	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

FECHA COMITÉ: 03 DE MAYO 2013

ESTADOS FINANCIEROS: MARZO 2013

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. y Subsidiarias con cortes a diciembre 2011 y 2012, e información financiera consolidada del Grupo con corte a marzo 2013, 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 calificación otorgada considera el corto plazo del programa de papel comercial que vence en junio del 2014.

La calificación asignada refleja las expectativas positivas 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. En cuanto a la liquidez se observa que los indicadores se van relajando y que estos regresarían en el corto plazo a niveles más consistentes con la calificación.

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 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 la adecuada administración de los gastos operativos, tema en el cual se trabaja constantemente.

Las ventas a dic-2012, no crecieron como originalmente se esperaba pero la gestión del año fue positiva logrando inclusive mejorar ligeramente los márgenes operativos de rentabilidad.

Para los próximos años se esperan crecimientos en ventas superiores a los del 2012, pero inferiores al 2011 y 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— el desempeño y las políticas de capitalización implementadas han permitido mantener niveles de endeudamiento adecuados tanto en relación al patrimonio como en relación al EBITDA, que permiten un buen nivel de flexibilidad financiera. Se esperaría que las relaciones de endeudamiento se mantengan en el tiempo.

Históricamente el Grupo PRONACA, a través de PRONACA C.A, es generador de flujos operativos suficientes para cubrir sus necesidades de capital de trabajo e inversiones en CAPEX. Excepciones a este comportamiento se producen por volatilidad del precio de las materias primas, y cambio en el ciclo y origen de abastecimiento de los inventarios, como sucedió en 2012.

La necesidad adicional de financiar inventarios ya fue cubierta en el 2012, por lo que en el año 2013, no se esperan incrementos sustanciales de deuda financiera a pesar de las particularmente importantes inversiones en CAPEX previstas, que estarán cubiertas en su mayor parte con los flujos del negocio.

A mar-2013, los indicadores de liquidez se muestran coyunturalmente positivos en vista de que el ciclo de abastecimiento de materias primas no se da en el primer trimestre. Este ciclo se da en el segundo y tercer trimestre del año cuando los

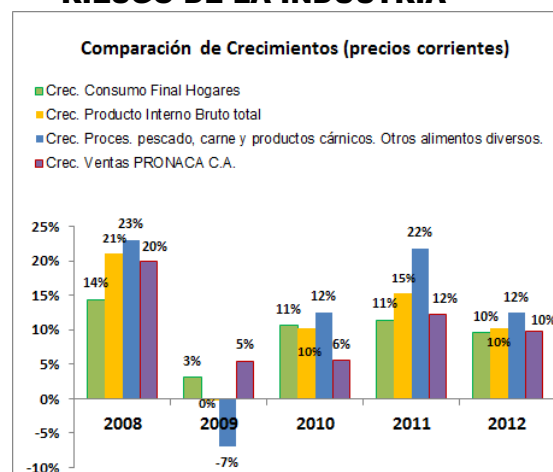
indicadores de liquidez se reducirán mostrando niveles más parecidos a los históricos de fin de año pero más apretados que en años anteriores por los factores antes expuestos (altas inversiones principalmente). El flujo de caja libre neto incluyendo la caja sobre la deuda financiera de corto plazo, esperado para fin del 2013, es de 56%.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento 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.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver anexo 1.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: BCE, PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

La actividad de PRONACA se desarrolla dentro del segmento económico de producción, procesamiento y conservación de pescado, carne y productos cárnicos, y productos alimenticios diversos. La demanda del segmento se relaciona de manera directa con el comportamiento del PIB nacional y la capacidad de consumo de los hogares.

En los cuatro últimos periodos la participación del sector en referencia se mantiene en 3% del PIB.

Conforme la proyección del PIB real para 2013, elaborado por el Banco Central del Ecuador en junio 2012, la economía tendrá un crecimiento menor al 2012, y se ubicará en 3.9%, por lo cual se esperaría que el segmento en análisis desacelere también su crecimiento.

Las ventas de PRONACA varían en la misma dirección que las de su segmento económico, pero con menor volatilidad, gracias a la diversidad y valor agregado de sus productos, así como a su gestión comercial.

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

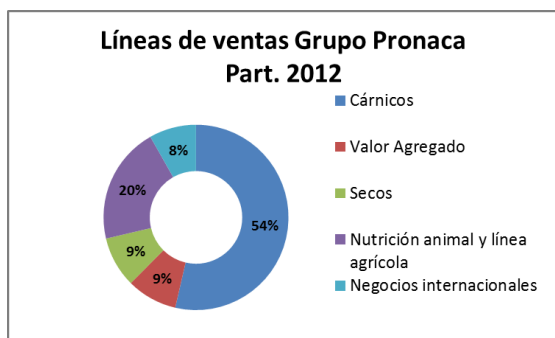
La oferta del segmento incorpora productos de primera necesidad, no obstante, varios de estos son sensibles al precio por tener productos sustitutos.

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, y en menor medida en el ámbito local. La perspectiva en el corto plazo es que el precio de las materias primas mantenga la actual volatilidad.

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, mantener relaciones estables con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables dependiendo de las circunstancias en un momento dado. Adicionalmente utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA



Fuente: Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA es una 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.

La compañía es cabeza del Grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas domiciliadas principalmente en Ecuador y Colombia, que tienen

los mismos fines de producción y comercialización local e internacional de alimentos con o sin valor agregado.

En Ecuador PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, siendo una de las compañías con mayor volumen de ventas a nivel nacional; adicionalmente, contribuye a la economía del país como una importante generadora de empleo.

Las ventas de PRONACA C.A. se realizan dentro del país. La compañía llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial importante, conformada por 1.100 colaboradores directos que atienden a cerca de 53.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados, en todo el país.

La compañía cuenta con un portafolio de productos diversificado. Los productos de la compañía se enfocan principalmente hacia los segmentos económicos alto y medio de la sociedad, aunque también se ofrecen presentaciones más pequeñas accesibles en precio para sectores con menos recursos, lo que ha ampliado la base de clientes.

El margen operativo de PRONACA es variable debido a la moderada volatilidad de los precios de sus materias primas agrícolas y a la elasticidad de la demanda de sus productos. Esta situación es en parte mitigada por el posicionamiento comercial de la empresa y de sus productos, así como por sus estrategias de compra de materia prima, a través de opciones y futuros financieros, y del programa denominado *proveedores agrícolas integrados* (33% del porcentaje de proveedores locales se sustenta en este programa) que les permite acceder a las cosechas de los asociados al programa a cambio de financiamiento y/o asesoría técnica.

Operan en instalaciones modernas y con tecnología de punta, lo 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 remplazo de activos y la ejecución de proyectos nuevos.

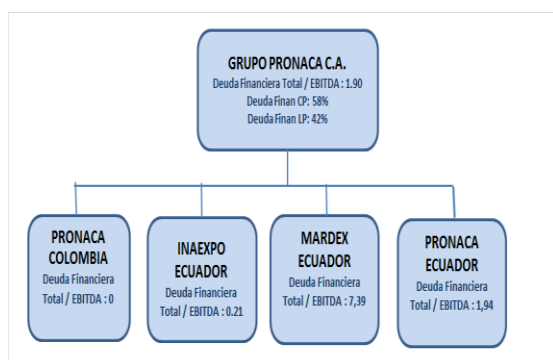
El manejo ambiental de la empresa se materializa en sistemas de gestión para proteger el aire, el suelo y el agua, implementados en todas las instalaciones. Esta política ha generado retornos económicos a la compañía.

El número de empleados de PRONACA y Grupo supera los 7.734 y 8.039, respectivamente

▪ **ESTRUCTURA DEL GRUPO**

Inversiones en Subsidiarias	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Mardex	50	Pescado	Ecuador	Exportación 75%, local 25%
TC Tesalia Corporation	95	Tenedora del 95% de las acciones de Pronaca Colombia	Panamá	Colombia
Pronaca Colombia	5	Carnes listas	Colombia	Colombia Exterior 87% y
Inaexpo Ecuador	100	Palmito y alcachofa	Ecuador	local 13%
Inaexpo Brasil	100	Palmito y alcachofa	Brasil	Exterior
Inaexpo Europe	90	Comercialización de palmito y alcachofa	España	Exterior
Cupesmar	100	Cultivo y cría de peces y mariscos	Ecuador	Local
Inmogra	100	Inmobiliaria	Ecuador	Local
Agrovalencia	100	Carne de cerdo	Ecuador	Local
Agroinversiones	100	Financiamiento proveedores	Ecuador	Local

Fuente: PRONACA C.A.
Elaboración: BWR



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 y la comercialización de sus productos en el exterior enfrentan una competencia importante en los mercados en los que se desenvuelven. Adicionalmente, existen otros factores propios de cada mercado que las convierten en desarrollos más sensibles.

PRONACA provee recursos a sus subsidiarias para capital de trabajo e inversiones en activos fijos o en acciones. El retorno de esas inversiones es de largo plazo por lo cual la cabeza del grupo, compañía generadora de flujo, es quien absorbe casi la totalidad del apalancamiento del grupo (97% a mar-2013).

A mar-2013 la inversión de PRONACA en subsidiarias asciende USD 71 MM y representa el 12% de los activos de esta.

Recién en el 2012, una de las inversiones de PRONACA, Inaexpo C.A. Ecuador, dueña de las demás compañías de igual nombre, cierra con resultado positivo de 1,2MM (en 2011 generó una pérdida de USD 6MM).

Las demás subsidiarias operativas, Pronaca Colombia y Mardex, todavía no llegan a cubrir sus respectivas operaciones, no obstante, las pérdidas son cada vez menores, en total USD 1,8 MM a dic-2012.

La deuda financiera total del grupo en relación al EBITDA del grupo representa 1.90 veces; el 98.2% del EBITDA del grupo se genera en PRONACA.

La compañía Cupesmar no tiene operaciones, a la fecha poseen activos fijos que en el corto plazo pasarán al balance de PRONACA.

Agrovalencia es un proyecto cuyo propósito único es ampliar la línea de producción de cerdo de PRONACA; a la fecha se encuentra en etapa de construcción y entrará en operación en el año 2014. El proyecto se ejecuta bajo las normas del Código de la Producción que ofrece beneficios tributarios.

Agroinversiones es un fideicomiso de inversión mediante el cual PRONACA financia a sus proveedores agrícolas y recupera la inversión contra compra de materia prima. A 2012 los activos del fideicomiso suman USD 6 MM.

PRONACA ofrece además soporte a empresas relacionadas que no consolidan, como garante de pasivos de esas compañías. Al cierre de 2012 y mar-2013, la cabeza del grupo garantiza un crédito por USD 6,2 MM. En vista de que PRONACA podría tener que asumir la obligación garantizada, se han estresado los indicadores de endeudamiento añadiendo este contingente.

▪ **ACCIONISTAS Y SOPORTE**

ACCIONISTAS DE PRONACA C.A.	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) Mar-2013	258.000 M

Fuente: PRONACA C.A.
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 lo conforma la segunda y tercera generación de las familias pioneras del negocio hace 50 años. Cuatro Directores son externos. El Directorio tiene, además, un Comité de Auditoría, Comité de Finanzas, y un Comité de Remuneraciones que analiza la posición salarial de los empleados del grupo.

La plana gerencial de PRONACA la componen técnicos con sólida experiencia en el negocio y su entorno, además han mostrado estabilidad en la compañía. En la administración de las empresas del Grupo, participan también sus accionistas que pertenecen a la tercera generación de las familias que iniciaron el negocio.

La estrategia actual de parte de los accionistas está encaminada al fortalecimiento del mercado local, para lo que sostendrán el nivel importante de inversiones en tecnología y producción. El mercado internacional de las compañías subsidiarias alcanzaría ampliación en ventas según las estimaciones, por ampliación de volúmenes vendidos.

En el mercado local el objetivo es profundizar 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 de las condiciones para

alcanzar el objetivo planteado es optimizar la eficiencia en la gestión de sus canales de ventas, tema en el que la empresa trabaja al presente.

Otro proyecto en cual la compañía trabajará durante el 2013 y que permitirá ahorros desde el 2014, se refiere a la reestructuración de la plana administrativa.

Durante los últimos años la política de endeudamiento de la empresa ha sido más bien conservadora. La deuda financiera sobre capitalización se ha mantenido entre el 29% y el 30%, y se proyecta incrementar este indicador al 34%. Desde el 2008 se han empeñado en reducir el descalce de plazos entre activos y pasivos mediante la reestructuración de sus obligaciones hacia el mediano y largo plazo, a través del mercado de valores ecuatoriano y líneas de crédito internacionales.

Para el 2013, la empresa proyecta realizar inversiones en CAPEX por montos superiores a los históricos. Esta inversión se relaciona a la ampliación de la producción en la línea de cerdos comentada anteriormente.

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**

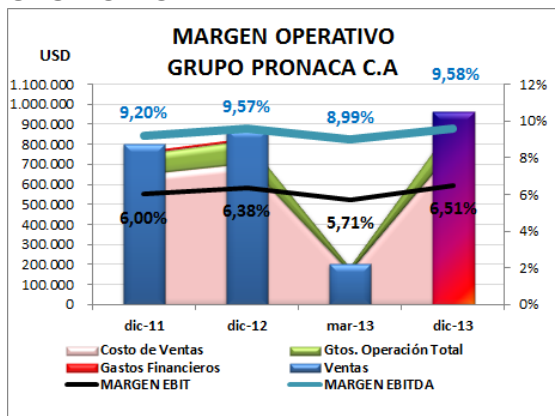
Presentación de Cuentas: el análisis se realiza con base en los estados financieros bajo NIIF auditados por Deloitte, de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. y Subsidiarias, por los años 2011 y 2012. El informe de los auditores no presenta salvedades. Asimismo, se ha analizado la información financiera interina del Grupo con corte a marzo 2013.

Para este seguimiento es la primera vez que hemos tenido acceso a estados financieros de PRONACA y subsidiarias consolidados. Estos estados financieros muestran de una manera más clara la situación financiera del Grupo, sus resultados consolidados y las necesidades de flujos de fondos también del Grupo que en su mayor parte son generados por PRONACA o financiados por terceros a través de ella y/o con sus garantías.

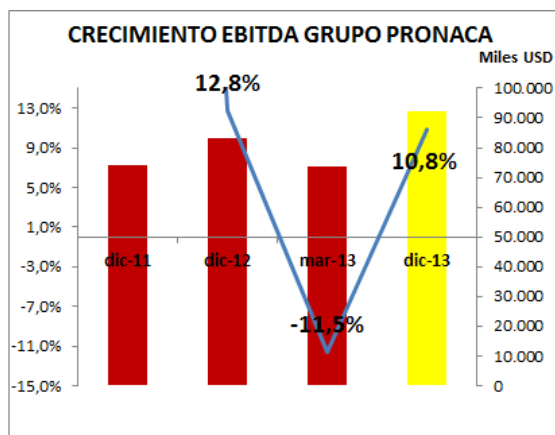
También hemos revisado los Balances Auditados por Deloitte de PRONACA desde el año 2007 hasta diciembre 2012; esta compañía contribuye en más del 95% de los resultados, flujos y balance del Grupo. Los estados financieros auditados de PRONACA tampoco presentan salvedades u observaciones.

Tanto PRONACA como el Grupo restablecieron sus estados financieros por los años 2010 y 2011, como resultado de la corrección del registro de las obligaciones por beneficios definidos, obligaciones acumuladas y propiedades, planta y equipo. El incremento de la utilidad por los años modificados no genera un cambio representativo sobre el impuesto a la renta pagado en dichos períodos.

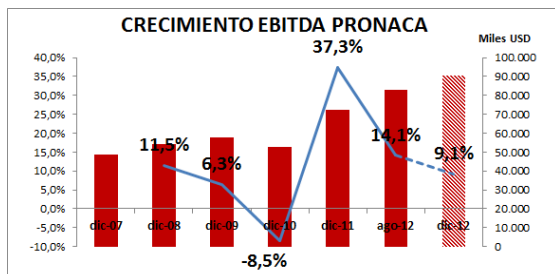
GESTIÓN OPERATIVA



Fuente: Balance Grupo PRONACA a marzo 2013 y proyección 2013 del grupo.
Elaboración: BWR



Fuente: Balance Grupo PRONACA a marzo 2013 y proyección 2013 del grupo.
Elaboración: BWR



Fuente: Balance PRONACA agosto 2012 y proyecciones de la compañía a inicio de 2012.
Elaboración: BWR

El crecimiento del EBIT y EBITDA que se mueven consistentemente entre ellos, es volátil y depende principalmente de la capacidad para administrar los

insumos en función del comportamiento de sus precios y de la estrategia de ventas en función de su sensibilidad al precio y su competencia.

A pesar de que el crecimiento del EBITDA es volátil, el margen EBITDA (y EBIT) es estable mostrando la capacidad, principalmente de PRONACA, para administrar eficientemente sus costos y sus ventas en función del margen bruto. Consideramos que un factor que contribuye a la estabilidad de este margen es la importante diversificación de productos y mercados que manejan.

La administración de derivados financieros para mitigar la volatilidad del costo de ventas ha sido positiva. Por otro lado PRONACA tiene la capacidad de fijar precios en varias de sus líneas de productos.

Para los próximos dos años se espera que el EBITDA del Grupo crezca en alrededor del 10%, respaldado en el crecimiento de las ventas.

Las ventas del Grupo PRONACA en dic-2012 fueron mayores en 8.5% respecto al 2011 (13.6% de crecimiento en 2011). La gestión se fundamenta principalmente en PRONACA, compañía que provee el 92% de las ventas, el 93% del margen bruto en ventas, y el 94.7% del EBITDA.

La perspectiva para 2013 y 2014 es que las ventas sigan creciendo en alrededor del 10% y el margen bruto en un 12%, lo cual es posible considerando el comportamiento histórico del grupo, y las perspectivas del segmento. En el 2014, las ventas estarán apoyadas por las nuevas inversiones en la línea de cerdos.

Las expectativas positivas del EBITDA se sustentan también en el manejo controlado de los gastos operativos en relación a las ventas, los cuales entre el 2011 y 2012 crecen en 8.3%. Este manejo contribuye a mantener el margen EBITDA en al rededor del 9.5% que es lo que se espera seguir manteniendo en los próximos años. Lo dicho inclusive en el 2013, año en que el gasto operativo crecerá en 12% por un programa de restructuración administrativa que se llevará a cabo en dicho período.

El gasto financiero se sostiene entre el 1.17% y el 1.59% de las ventas y sustenta una cobertura con EBITDA de entre 5.65 veces y 7.87 veces lo cual les otorga buena flexibilidad financiera. Se espera este comportamiento se mantenga en los próximos años.

A dic-2012 el ROA y el ROE del Grupo se ubicaron en 6.23% y 11.50% respectivamente (5.06% y 9.48% en 2011 respectivamente), para 2013 se espera que estos resultados sean al menos similares a los del 2012.

En el balance interino a marzo 2013 la rentabilidad operativa se muestra deprimida (4.34%), por que aún no incorpora el flujo importante de ventas que se efectúa en el segundo semestre del año.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

Del total de los activos y pasivos del grupo aproximadamente un 99% y 96%, respectivamente, pertenecen a PRONACA. Las utilidades se generan en un 97.5% en la cabeza del grupo y el patrimonio del grupo provienen 100% de esta compañía.

Al corte analizado los activos del grupo se distribuyen de la siguiente manera: 54% a corto plazo y 46% 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 una parte de los resultados de cada periodo, y en el 2011 por la revalorización de activos fijos producto de la aplicación de las NIIF.

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

Fondos disponibles e inversiones temporales están invertidos en emisores con bajo riesgo de crédito local e internacional. En fechas de pago de inventarios y a fin de año estos activos constituyen más o menos 7% del activo total.

Las cuentas por cobrar al cierre del año 2012, representan 13% del balance. Del rubro un 89.5% es cartera comercial local, 9.24% es cartera comercial internacional, 1.26% cuentas por cobrar locales a empresas relacionadas. La relación de cartera en riesgo (sobre los 61 días de vencido) no supera el 3% del rubro; se encuentra apropiadamente cubierta con provisiones.

La naturaleza del negocio promueve una cartera de corto plazo y altamente diversificada tanto a nivel local como en el exterior. En la porción de cartera local el 29% está colocado en 5 autoservicios y 23% de la cartera del exterior corresponde a 5 clientes. El plazo de crédito en la cartera local es 30 a 35 días, en la internacional de 44 a 50 días.

Los inventarios y activos biológicos constituyen normalmente el 29% del activo. La rotación de inventarios y activos biológicos disminuyó atípicamente en 2012 por la adquisición anticipada de maíz, requiriendo 98 días de financiamiento (89 días en 2011). Se espera retornar a la normalidad en las compras durante el 2013, por lo que la rotación esperada sería de 4 veces, es decir igual a lo histórico.

Los activos no corrientes más importantes son activos fijos, propiedades de inversión, activos intangibles, activos mantenidos para la venta, inversiones financieras. Todos estos rubros son de lenta o incierta recuperación.

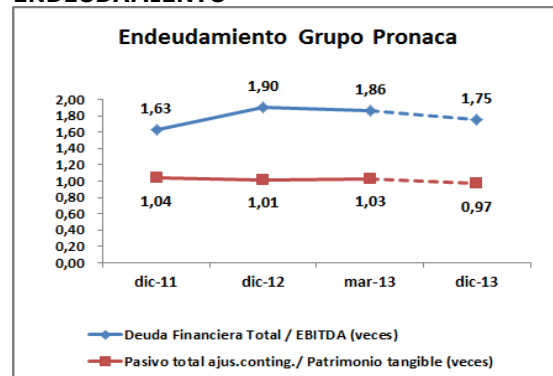
Para nuestro análisis se ha sensibilizado el patrimonio con los valores de los activos de incierta recuperación como los activos mantenidos para la venta. Estos activos se relacionan a las inversiones del Grupo en equipos y maquinaria para proyectos que no prosperaron y que actualmente se encuentran a la venta. Estos activos representan el 1.60% de los activos totales.

Las propiedades de inversión son terrenos, parcialmente usados para la operación, que constituyen 3% del balance.

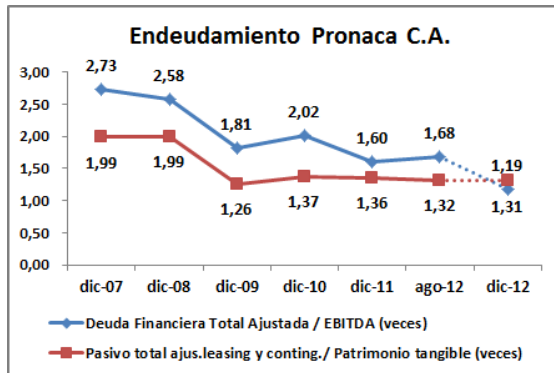
Los activos fijos representan 35% del activo total, se ajustan a los requerimientos del negocio. La capacidad instalada se encuentra utilizada casi al tope. La maquinaria es flexible a condiciones de empaque y pesos. El rubro está asegurado contra todo riesgo.

Inversiones financieras de corto y largo plazo, 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 2% del balance.

ENDEUDAMIENTO



Fuente: Balance Grupo PRONACA a marzo 2013 y proyección 2013 del grupo. Indicadores sensibilizados por BWR. Elaboración: BWR



Fuente: Balance PRONACA agosto 2012 y proyecciones de la compañía a inicio de 2012.
Elaboración: BWR

Los indicadores de endeudamiento financiero de PRONACA y el Grupo reflejan su política conservadora. A partir del año 2007, en el que la empresa incrementó su endeudamiento por una necesidad particularmente fuerte de capital de trabajo, este ha mantenido una tendencia decreciente.

Los gráficos de endeudamiento muestran que el endeudamiento del Grupo y 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 y los activos disponibles para la venta) se mantiene en niveles adecuados y dentro de los niveles históricos.

A la deuda financiera que se utiliza para el cálculo de los indicadores se la ha sensibilizado incrementando las garantías a relacionadas y los contingentes tributarios expuestos por la auditora.

Durante el 2012, el cambio en el ciclo y estructura de abastecimiento de materias primas debió cubrirse con deuda financiera adicional, lo que presionó los indicadores mostrados en los gráficos anteriores.

Para el año 2013, se esperaría que el endeudamiento financiero incremente pero no de manera importante ya que las necesidades de capital de trabajo relacionadas al crecimiento del negocio, el CAPEX particularmente importante que se realizarán en el año y otras inversiones menores en empresas relacionadas que no pertenecen al grupo, serían en su mayor parte cubiertas por los propios flujos. En todo caso la generación de EBITDA y los resultados esperados permitirían mantener los indicadores dentro de lo deseable para mantener el riesgo de crédito en los niveles actuales.

Las principales fuentes externas de apalancamiento son la deuda financiera y los proveedores.

Actualmente el apalancamiento que proviene de proveedores constituye 20% del pasivo; antes del 2012 este pasivo representó el 32%. La menor participación de los proveedores en el pasivo se debe al cambio en la estructura de abastecimiento del maíz hacia proveedores locales que no tienen la capacidad de financiar ni de almacenar su producción. El cambio obedece a la regulación y limitación de cupos de importación hasta que la oferta de producción nacional se agote.

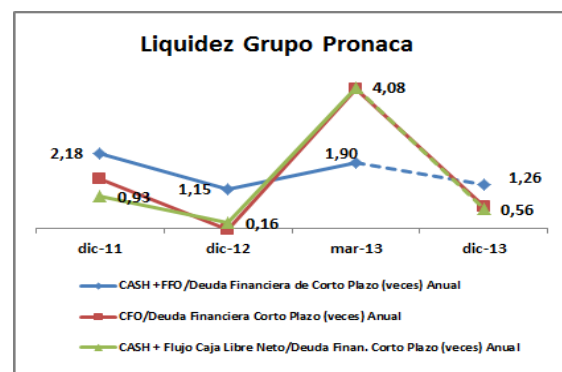
Los proveedores tanto locales como del exterior que se relacionan fundamentalmente al maíz y soya, ofrecen apalancamiento de corto plazo. En 2012 los días de financiamiento se redujeron en 15 y hasta 30 días debido a que los productores nacionales (pago de contado) tienen una mayor participación en el abastecimiento de materia prima (alrededor de 60%).

En caso de desdolarización la compañía presentaría a la fecha una exposición cambiaria no cubierta del 5.2% del activo y 9.5% del patrimonio, generada en la proporción de deuda financiera contratada en el exterior con organismos internacionales a plazos medianos, la misma que representa un 24% de la deuda financiera global a mar-2013.

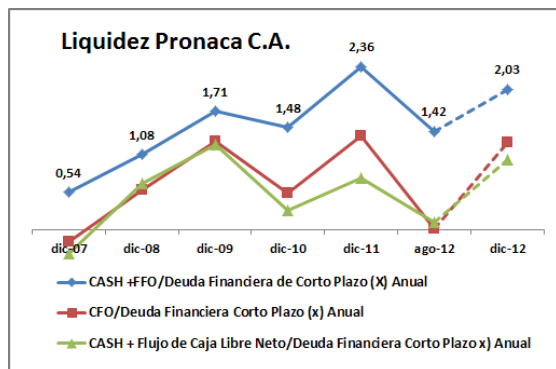
Al momento y a mediano plazo, la posibilidad de una desdolarización es remota. En todo caso frente a un escenario inminente de desdolarización consideramos que la compañía tendría alternativas de financiamiento en el mercado nacional.

El saldo insoluto del programa de papel comercial vigente es de USD 39 MM, constituye el 29% de la deuda financiera y 14.5% del pasivo total. El programa vence en junio de 2014.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



Fuente: Balance Grupo PRONACA a marzo 2013 y proyección 2013 del grupo. Indicadores sensibilizados por BWR.
Elaboración: BWR



Fuente: Balance PRONACA agosto 2012 y proyecciones de la compañía a inicio de 2012.
Elaboración: BWR

El Grupo a través de PRONACA es generador permanente de flujos operativos positivos (FFO) y excepto en períodos excepcionales, este cubre sus necesidades de capital de trabajo generando flujos de caja (CFO) suficientes para cubrir sus necesidades de inversión en CAPEX, los dividendos a los accionistas y parte de otras inversiones en relacionadas fuera del Grupo.

Los períodos excepcionales se producen por presiones en el capital de trabajo principalmente por los cambios en los ciclos y estructura de abastecimiento de las materias primas, relacionados a los precios y al origen de su oferta. Este fue el caso puntual del 2012, cuando estos requerimientos absorbieron los fondos generados en la operación y se requirió financiar con deuda financiera los dividendos pagados y las inversiones en CAPEX.

Como se mencionó anteriormente, la deuda de corto plazo ha ido incrementando en la estructura de la deuda y ésta ha aumentado en términos nominales, lo que a pesar del constante crecimiento de los flujos contribuye a presionar la liquidez en el 2012.

A mar-2013, los indicadores de liquidez se muestran coyunturalmente positivos en vista de que el ciclo de abastecimiento de materias primas no se da en el primer trimestre. Este ciclo se da en el segundo y tercer trimestre del año cuando los indicadores de liquidez se reducirán mostrando niveles más parecidos a los históricos de fin de año pero más apretados por los factores antes expuestos (altas inversiones principalmente). El flujo de caja libre neto incluyendo la caja sobre la deuda financiera de corto plazo, esperado para fin del 2013, es del 56%.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo se mitiga por el posicionamiento de la compañía en el país, su buena percepción como sujeto de crédito en el

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

Los indicadores de liquidez para el año 2013, ya incorporan las nuevas necesidades de capital de trabajo propias del crecimiento esperado y las inversiones previstas. El cambio en el ciclo y estructura de abastecimiento hacia mayor participación de los proveedores locales ya se financió en el 2012, por lo que no se esperan nuevos requerimientos importantes en este sentido.

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 marzo 2013 es la siguiente:

EMPRESA PRONACA C.A.	mar-13	Activo Pignorado 31/03/13	Activo Disponible	Activo Diferido / Intangible	Activos Restring.	Activo Libre
Miles USD						
Total Activo Corriente	281.381	4.000	277.381	-	-	277.381
Fondos Disponibles	64.022	-	64.022	-	-	64.022
Inversiones Financieras	5.863	-	5.863	-	-	5.863
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	65.985	-	65.985	-	-	65.985
Inventarios Neto	90.315	4.000	86.315	-	-	86.315
Activos Biológicos Corrientes	37.656	-	37.656	-	-	37.656
Impuestos Corrientes	10.534	-	10.534	-	-	10.534
Gastos pagados por anticipado	7.006	-	7.006	-	-	7.006
Total Activo No Corriente	309.186	90.832	218.354	14.319	6.284	197.751
Propiedades	187.969	90.832	97.137	-	-	97.137
Activos para la venta	9.546	-	9.546	-	-	9.546
Activos Biológicos No Corrientes	9.395	-	9.395	-	-	9.395
Propiedades de inversión	133	-	133	-	-	133
Inversiones en Subsidiarias	71.084	-	71.084	-	-	71.084
Inversiones en Acciones	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Cobrar LP Accion./Relac.	3.476	-	3.476	-	-	3.476
Activos Intangibles	14.319	-	14.319	14.319	-	-
Inversiones Financieras	10.198	-	10.198	-	6.284	3.914
Impuestos Diferidos	-	-	-	-	-	-
Otros Activos No Corrientes	3.066	-	3.066	-	-	3.066
ACTIVOS TOTALES	590.567	94.832	495.735	14.319	6.284	475.132
Papel Comercial por aprobarse	-	-	-	-	-	39.320
Titularizaciones de Flujos Futuros en circulación	-	-	-	-	-	37.234
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:



- i) Mantener aquellos estándares de calidad a los cuales ha estado acostumbrada durante su actividad en el mercado.
- ii) La compañía se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora; y,
- iii) 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.

EMPRESA: GRUPO PRONACA C.A. (Miles de USD)	dic-11	dic-12	mar-13
RESULTADOS			
Ventas	803.034	871.109	205.150
% crecimiento	13,59%	8,48%	-5,80%
Costos	-651.089	-703.157	-166.735
% crecimiento	11,85%	8,00%	-76,29%
MARGEN BRUTO (%)	18,92%	19,28%	18,73%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0
% crecimiento	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	73.917	83.355	18.433
MARGEN EBITDA (%)	9,20%	9,57%	8,99%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	73.917	83.355	18.433
MARGEN EBITDAR (%)	9,20%	9,57%	8,99%
Cuota leasing del período	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	25.728	27.768	6.729
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48.189	55.587	11.704
MARGEN EBIT (%)	6,00%	6,38%	5,71%
Gasto Financiero del período	-9.391	-11.665	-3.261
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1,17%	1,34%	1,59%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	8,02%	8,38%	8,83%
Impuestos a la renta	-8.991	-10.869	-2.040
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	25,23%	23,53%	23,66%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	10,70%	6,68%	6,56%
UTILIDAD NETA	27.114	36.589	6.583
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3,38%	4,20%	3,21%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	9,48%	11,50%	7,92%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	5,06%	6,23%	4,34%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)			
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	57.681	63.255	13.261
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	1.648	-64.197	53.684
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	59.329	-942	66.945
Inversión en Activos Fijos	-35.479	-26.799	-3.662
Otras Inversiones, Neto	-18.571	182	-2.904
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones	5.279	-27.559	60.379
Variación Neta de Deuda Financiera	6.030	38.013	-20.960
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0
Pago de Dividendos	0	-2.752	-11.090
Otros Financiamientos, Neto	-6.787	5.534	-470
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	4.522	13.236	27.859
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)			
EBITDA OPERATIVO	73.917	83.355	18.433
(-) Gasto Financiero del período	-9.391	-11.665	-3.261
(-) Impuesto a la renta del período	-8.991	-10.869	-2.040
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	55.535	60.821	13.132
(-) Variación Capital de Trabajo	1.648	-64.197	53.684
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	57.183	-3.376	66.816
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3.814	3.084	566
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-6.979	-806	-386
(+ o -) Ajustes no operativos que no fueron flujo	5.311	156	-51
(-) disminución en capital en efectivo en el período	0	0	0
(-) devolución de aportes para futuras capitalizaciones en el período	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2.752	-11.090
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-35.479	-26.799	-3.662
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	23.850	-30.493	52.193
(-)Otras Inversiones neto	-18.571	182	-2.904
Otros	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Neto	5.279	-30.311	49.289
VARIACION NETA DEUDA FINANCIERA	6.030	38.013	-20.960
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-6.787	5.534	-470
VARIACION NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERIODO	4.522	13.236	27.859
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERIODO (BALANCE)	27.387	31.909	45.145
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERIODO SEGUN BALANCE	31.909	45.145	73.004
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	6,92%	6,98%	6,40%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERIODO)	73.917	83.355	18.433
BALANCE PRONACA C.A.			
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	31.909	45.145	73.004
Activos Totales	558.181	615.560	599.039
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	40.082	91.831	66.141
Pasivo financiero Largo Plazo	80.074	66.338	71.068
Financiamiento Leasing	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados deuda financiera	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	120.156	158.169	137.209
Pasivos con Proveedores	83.395	62.007	54.279
Otros Pasivos	54.289	59.486	78.258
Pasivos Totales	257.840	279.662	269.746
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	300.341	335.898	329.293
PATRIMONIO TANGIBLE	271.171	298.323	284.490
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	29.170	37.575	44.803
Capitalización ****	420.497	494.067	466.502
Contingentes	0	7.200	7.200
Pasivos fuera de Balance	6.414	6.278	6.278

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: GRUPO PRONACA C.A.			
(Miles de USD)	dic-11	dic-12	mar-13
INDICADORES FINANCIEROS			
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING			
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	7,87	7,15	5,65
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	4,09	4,85	4,53
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	7,87	7,15	5,65
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	6,91	6,21	5,03
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	7,09	0,71	21,49
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	6,91	6,21	5,03
CFO/cargos fijos	7,09	0,71	21,49
APALANCAMIENTO			
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexib	1,63	1,90	1,86
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual-	1,19	1,36	0,87
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2,16	2,60	2,61
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0,29	0,32	0,29
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,01	0,00	0,01
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,49	0,61	0,56
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	0,95	0,94	0,95
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	0,97	0,98	1,00
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,47	0,58	0,53
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	#DIV/0!	4,01%	35,98%
LIQUIDEZ			
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,33	0,58	0,48
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,39	0,66	0,79
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1,96	2,08	1,77
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2,18	1,15	1,90
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,43	-0,04	4,04
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2,82	-0,15	12,16
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,39	0,16	4,26
CASH + Flujo de Caja Libre NETO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,93	0,16	4,08
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	2,75	0,64	12,82
CASH+ Flujo de Caja Libre NETO / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	1,83	0,65	12,30
OTROS INDICES			
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	130.146	153.425	158.579
Liquidez Acida (x)	1,08	1,04	1,36
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,73	0,71	0,92
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,07	1,18	1,18
Patrimonio / Activo Total (x)	0,54	0,55	0,55
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10,22	10,09	10,36
Días de cuentas por cobrar	35,24	35,67	34,74
Rotación de inventarios (x)	4,05	3,69	4,52
Días de inventarios	88,99	97,67	79,71
Rotación de cuentas por pagar (x) Incorpora deuda comercial financiera	7,81	11,34	12,29
Días de cuentas por pagar	46,11	31,75	29,30
Rotación Capital de Trabajo	5,00	4,58	4,21
Días de Capital de Trabajo	71,96	78,55	85,60
Días de Ciclo de Operación	-6,15	-23,05	0,45
Activo corriente / Pasivo corriente	1,89	1,86	1,99

(x) Índice expresado en número de veces

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.

ANEXO No.1

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

	2011	2012	2013 prev.
Inc. PIB (Mill. Año base 2007)%	7,78	5,01	3,50
PIB CORRIENTE (Mill USD)	78.190	84.950	90.730
Inc. PIB CORRIENTE%	15,22%	8,64%	6,80%
Inflación Anual %	5,41	4,16	4,00%
Total Ingresos	17.301	19.855	19.555
Total Gastos	18.338	21.124	22.560
Deficit / Superavit	(1.037)	(1.269)	(3.005)
Deuda Gobierno	14.552	17.974	
Deuda Interna	4.506	7.781	
Deuda externa	10.046	10.913	
Deuda total del Gobierno / PIB%	18,6%	25,0%	
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12,8%	14,9%	
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5,8%	11,0%	
Gasto Sector Publico no Financ.	31.114	34.800	36.300
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23,5%	25,3%	24,9%
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99,75	91,82	91,00
estimación Ec Jaime Carrera - OPF			
Fuente Banco Central			

ANTECEDENTES

El Banco Central cambio el año base del 2000 a 2007 en la metodología de cálculo de las Cuentas Nacionales, lo que modificó las cifras de crecimiento económico del 2012, incorporando información más desagregada de la economía y con mayor coherencia en relación a la estructura productiva del País.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): El 2012 no tuvo resultados similares al año anterior, notándose una desaceleración de la economía; de acuerdo a cifras del Banco Central, el PIB crece en 5.01%, cuando en el 2011 se obtuvo un crecimiento del 7.8%.

Las proyecciones para el 2013 son menos alentadoras, ya que el Banco Mundial estima que la economía crecería a un ritmo menor al 2012; la CEPAL menciona un decrecimiento de 1.2%, para llegar a 3.5%, y el BCE aspira a que se llegue a 4,0%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración en el crecimiento.

Los mayores aportes al crecimiento del año 2012 se dieron en administración pública (5.2%), explotación de minas y canteras (2.3%), construcción y servicios manufactureros (2.7%).

El **petróleo** continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el financiamiento del presupuesto del Estado. En el 2012 el precio promedio USD 98.5 el barril, registrando un alza de USD 0.90, respecto al 2011.

Durante el 2012 el precio del barril se mantuvo bastante estable, con variaciones al alza en los meses de febrero, marzo, abril y mayo (USD 104.1, USD 112.5, USD 111.9 y USD 101.5, respectivamente) para descender y terminar a diciembre en USD 93.0.

Se estima que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La inflación anual del 2012, se ubicó en 4.16%, porcentaje inferior a la del 2011; los segmentos de mayor incremento acumulado fueron: bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (18.91%); restaurantes y hoteles (6.75%); y educación (6.52%).

El Mercado Laboral: Las tasas de subocupación en el área urbana y rural del País disminuyeron respecto a diciembre 2011, ubicándose en 39.8% y 74.6% respectivamente. La tasa de desempleo, disminuyó en 0.1%, tanto a nivel urbano como rural, situándose en diciembre 2012 en 5.0% y 2.3%, respectivamente. En la misma línea, las tasas de ocupación plena urbana y rural aumentaron, situándose en 52.1% y 22.7% respectivamente.

El salario básico tuvo un incremento del 10.6%, bajo la metodología aplicada para calcular el ingreso familiar básico y la canasta básica de bienes y servicios.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Las tasas de interés de los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial a diciembre 2012, presenta un déficit acumulado de USD 142.8 millones FOB, el cual es menor al obtenido el 2011 (USD 687 millones); los resultados se apoyaron en el saldo positivo de la balanza comercial petrolera que registró un superávit de USD 8,350 millones, gracias a los altos precios del petróleo.



La balanza comercial no petrolera no corre la misma suerte ya que presentó un déficit acumulado de USD 8,493 millones, superior al presentado en el 2011.

EXPORTACIONES USD 23,898.7 millones.

Las exportaciones crecieron 7.1%. Las petroleras suman USD 13,791.2 millones, y crecen en 6.5% (incluidos los derivados). Por volumen estas crecen 4.5%, debido al incremento en barriles de 135 a 141 millones. Las exportaciones petroleras representan el 57.7% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 10,106.8 millones; en valores monetarios se incrementan en 7.86% pero disminuyen en volumen en 3.2%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación siguen siendo el banano (20.7%), el camarón (12.6%), los productos de mar (11.1%) y las flores (7.3%).

IMPORTACIONES USD 24,041.5 millones.

A diciembre 2012 las importaciones se incrementan en 4.7% en términos monetarios, aunque disminuyen en volumen en 1.4%.

No se registran crecimientos significativos en importación de bienes de consumo (1.7%) ni en materias primas (0.8%), a diferencia de los bienes de capital, que tienen un incremento de 9.8% y los combustibles y lubricantes, que crecen en 7.0%.

Se puede observar un cambio en la tendencia que anteriormente mantenían las importaciones, al reducirse la participación del grupo de ALADI, ALBA y CAN.

Las importaciones de la Unión Europea (UE), se incrementan de 9.6% a 11.4%, y caen las exportaciones, incurriendo en un déficit comercial con la UE.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del Estado (PGE) a diciembre 2012 registra un déficit de USD 1,289 millones, y el crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, del cual se alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

	2011	2012	Variac 2011/2012
TOTAL INGRESOS	17.301	19.853	14,8%
TRIBUTARIOS	9.642	11.958	24,0%
Renta	3.030	3.278	8,2%
IVA	4.202	5.255	25,1%
ICE	618	677	9,5%
Arancelarios	921	1.132	22,9%
Salida de Divisas	491	1.145	133,2%
Vehículos	174	200	14,9%
Otros	206	271	31,6%
PETROLEROS	5.552	5.407	-2,6%
NO TRIBUTARIOS	1.085	1.266	16,9%
Transf Corrientes	657	669	1,8%
Otros, autogestion.	365	553	51,5%

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

	2011	2012	Variación 2012/2011
TOTAL GASTOS	18.338	21.124	15,2%
Gasto Corriente	10.345	12.485	20,7%
- Sueldos	6.466	7.353	13,7%
- Bienes y servicios	1.280	1.658	29,5%
- Tranf Ctes.	1.836	2.413	31,4%
IESS, ISFA, ISSPOL	300	1.042	247,3%
Bono Des Humano	700	720	2,9%
Otras Transferencias	836	651	-22,1%
Otros Gastos Corrient	86	114	32,6%
Intereses	677	947	39,9%
Gasto de Capital	7.993	8.639	8,1%
Gobiernos Autoctonos	2.499	2.670	6,8%
Go Corriente y otros	1.072	1.175	9,6%
Credit China, CAF, BID	500	1.100	120,0%
Otros	3.922	3.694	-5,8%
PIB Cta Base 2007	78.189	84.950	
Gasto / PIB	23,45%	25,30%	

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos crece en 24% frente al 2011, hasta USD 11,958 millones, monto que representa el 60.2% del total de ingresos. De acuerdo a datos del SRI, en 2012 se cumplieron las metas de recaudación en el 116%, teniendo especial incidencia el impuesto a la renta y el impuesto a la salida de divisas.

Gastos:

El comportamiento del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (59.1%), sin que se vea una rectificación de la política del Gobierno.

Los créditos recibidos empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2012 la deuda total suma USD 17,974 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,781 millones y un crecimiento de 72.6%, y deuda externa de USD 10,913 millones y un crecimiento de 8.6%.



SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Durante este año de análisis se emitieron varias regulaciones y leyes que afectaron y afectarán a la banca, especialmente en cuanto a sus modalidades de crédito y a sus utilidades. En el 2012 se emitieron leyes para la regulación de los créditos para vivienda y vehículos, regulaciones que limitan el cobro de servicios de tarjetas de crédito, se eliminaron los burós de crédito y se emitió la Ley de Redistribución de los Ingresos para el Gasto Social.

El 2012 el sistema financiero (incluye bancos privados, cooperativas, financieras y mutualistas) registra **activos por USD 33,888 millones**, con un crecimiento de 17.2% y en el lado de los pasivos **USD 30,239 millones**, con un crecimiento de 17.7%.

Las **captaciones del público** llegan a **USD 26,644 millones**, con un crecimiento anual de 18.3%; la **cartera** termina el año en **USD 20,471 millones**, con un incremento de 15.8% frente al 2011.

Si bien el tamaño del Sistema continúa creciendo de forma importante, la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores y es preocupante el crecimiento de la cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses), que en este año fue de 42.8%.

La morosidad muestra una tendencia creciente en todos los Sistemas, en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La cobertura con provisiones acumuladas muestra una tendencia a reducirse, a pesar de un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

Cartera de Crédito

El sistema financiero creció en USD 2,789 millones o 15.8%, tanto en cartera corporativa como en créditos a personas. El sistema cooperativo es el que mayor crecimiento con (22%) influenciado por el segmento de consumo que crece al 25%.

Resultados USD 412 millones.

Las utilidades del sistema financiero en 2012 se vieron reducidas en USD 78 millones o 15.9%. Los bancos y las financieras son los más afectados, con una reducción de utilidades de 20% y 11.8%, respectivamente; en contraste, las cooperativas y mutualistas mejoran sus resultados en 13% y 6.5%, respectivamente.

PERSPECTIVAS 2013

En febrero del 2013 tuvieron lugar las elecciones de Presidente y Asambleístas, que dieron un triunfo rotundo al Gobierno en los dos frentes. La mayoría obtenida en la Asamblea por parte del Gobierno es suficiente para cambiar la Constitución, si fuera requerido.

Bajo este panorama se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios seguiría y en lo internacional no se vislumbran acuerdos de libre comercio. Se mantendría una política tributaria con mayores cargas impositivas y bajos niveles de inversión extranjera.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

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. Los principales factores que afectan el sector son: el crecimiento de los costos internos, el 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.

SECTOR PRIVADO

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, (reformas tributarias, incrementos de salarios en mayor proporción que los incrementos en la producción, leyes antimonopolio sin considerar previamente opiniones 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 antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es la 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.

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio.

Elaboración: BWR, abril, 2013.

Corte de información: diciembre 2012.