



Ecuador
Tercer Seguimiento

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

Calificación

Tipo de instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Fecha del último cambio
Papel Comercial	"AAA"	"AAA"	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.
Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

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

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

USD Millones	2011	2012	Agos.13
Activos	558.18	615.56	619.52
Ventas Anualizadas*	803.03	871.11	879.81
Margen EBITDA (%)	9.44%	9.57%	8.83%
ROA (%) *	5.06%	6.23%	5.26%
Capitalización (%)	31.09%	34.11%	31.94%
Deuda Financiera Total/ FFO (X)	2.34	2.80	2.93

(x) Indicador en número de veces

Características de la emisión

3er Programa Papel Comercial		
Emisor:	PRONACA C.A.	
Monto Programa:	USD\$ 40,000,000	
Saldo en circulación:	USD\$ 39,348,000	
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 Obligacionistas:	Goldenbond S.A.	
Fecha autorización Programa:	15-jun-2012	
Fecha vencimiento Programa:	05-jun-2014	

Actividad del Emisor: Compañía que pertenece al sector agroindustrial, dedicada a la producción, procesamiento y comercialización de productos relacionados con la avicultura, porcicultura, agricultura, ganadería y pesca.

Contactos: Patricia Pinto, ppinto@bwratings.com
Ana Zurita, azurita@bwratings.com
(593-2) 226-9767

FECHA COMITÉ: octubre 31, 2013

ESTADOS FINANCIEROS: agosto 31, 2013

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatchRatings S.A., luego de determinar la capacidad de pago de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. a través de los estados financieros consolidados interinos al 31 de Agosto del 2013 y demás información complementaria del Grupo, 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 reconoce las características de corto plazo de la emisión en circulación y se fundamenta en la perspectiva de que bajo las actuales condiciones de mercado el Grupo PRONACA mantendrá el desempeño positivo de su gestión operativa.

La calificación incorpora la confianza de que los niveles de endeudamiento al menos se mantendrán en relación al EBITDA y al patrimonio tangible. En cuanto a liquidez se observa que los indicadores muestran la tendencia positiva esperada.

La compañía pertenece a una industria influenciada por la volatilidad de precios de materias primas sujetas a precios internacionales, lo cual incide en

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. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.



las tasas de crecimiento de EBITDA. El riesgo de volatilidad del EBITDA es compensado por una posición conservadora de deuda y mitigado por una política efectiva de administración de derivados financieros que permite contrarrestar el efecto de los precios en el costo de ventas y sostener los márgenes del Grupo en niveles adecuados.

Las estrategias de crecimiento apuntan a una mayor participación de los productos de mayor valor agregado en las ventas, contribuyendo a sostener el margen; factor que combinado con una efectiva administración del gasto operativo permitirá un comportamiento positivo y creciente del EBITDA en los próximos años.

En el 2013 las ventas continuarán creciendo aunque a un ritmo desacelerado frente a su histórico. No se prevé aumentos importantes en margen bruto debido a que el mercado es altamente competitivo y parcialmente regulado en el proceso de abastecimiento de materia prima. En todo caso, el posicionamiento de la empresa y sus estrategias comerciales garantizan una buena gestión.

Si bien PRONACA mantiene importantes inversiones en empresas relacionadas, algunas de las cuales aún no llegan al punto de equilibrio o generan marginalmente, su desempeño operativo y las políticas de capitalización implementadas, permiten que sus niveles de endeudamiento sean adecuados tanto en relación al patrimonio como en relación al EBITDA, brindándole al Grupo flexibilidad financiera.

PRONACA es generador de flujos operativos suficientes para cubrir la necesidad de capital de trabajo e inversiones en CAPEX propias e incluso de sus relacionadas. Este comportamiento puede variar frente a la volatilidad del precio de las materias primas y/o un cambio en el ciclo y origen de abastecimiento de los inventarios.

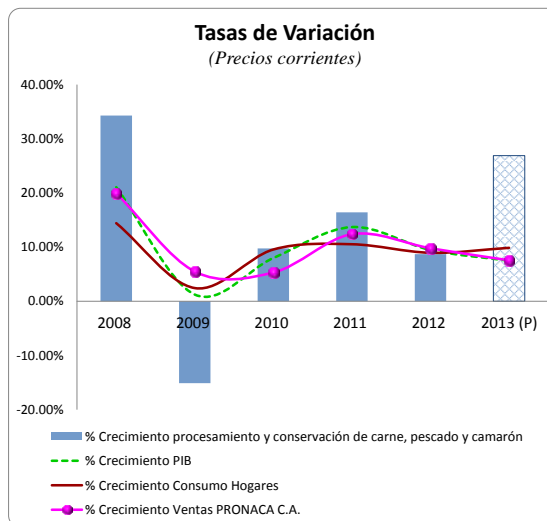
En el 2013 la compañía modificó sus estrategias de suministro de materias primas por lo que no se esperan incrementos sustanciales de deuda financiera en este año, incluso a pesar de las particularmente importantes inversiones en CAPEX que ya estaban contempladas en la proyección de inicios de año y estarán cubiertas en su mayor parte con los flujos operativos del negocio.

El riesgo de refinanciamiento de deuda de corto plazo es mitigado por el posicionamiento de la compañía PRONACA 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

Por favor remitirse al Anexo 1.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: Banco Central del Ecuador, PRONACA C.A.

Elaboración: BWR

*Sector económico incluye: Acuicultura y pesca de camarón, pesca, procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos.

La actividad de PRONACA se desarrolla dentro del segmento económico de producción, procesamiento y conservación de carne, pescado, camarón y otros productos acuáticos. Este segmento es sensible a la fluctuación de los ciclos económicos, vinculándose de manera directa con el comportamiento del PIB nacional y la capacidad de consumo de los hogares.

Si bien la oferta del segmento incorpora productos de primera necesidad, su demanda es elástica al precio por tener productos sustitutos, notándose un menor desempeño del sector en épocas de recesión económica. El consumo de carne, pescado y marisco representa el 7% del ingreso familiar (sep.2013)¹ y contribuye con el 3% del PIB.

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 Banco Central del Ecuador proyecta un crecimiento importante del sector en el 2013, que apunta a un mayor dinamismo en la rama de pescado y mariscos, no obstante, las ventas de PRONACA se mostrarán consistentes con la desaceleración general de la economía.

El mercado en el que se desenvuelve PRONACA es competitivo y parcialmente regulado por el Gobierno en el proceso de abastecimiento de

¹ INEC, IPC, Canasta básica familiar a sep.2013.



materia prima. Al no existir barreras de entrada importantes, la principal competencia proviene de empresas locales y microempresarios. La variedad e innovación de productos y presentaciones, así como la diversificación de mercados en el exterior a través de sus subsidiarias, constituyen elementos diferenciadores que mitigan el riesgo de competencia.

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.

Si bien esta moderada volatilidad de los precios de la materia prima y la elasticidad de la demanda de sus productos influyen en los márgenes operativos de PRONACA, la empresa mitiga estos riesgos mediante estrategias de compra de materia prima a través de opciones y futuros financieros.

Adicionalmente, la compañía ha promovido el programa denominado proveedores agrícolas integrados que les permite acceder a las cosechas de los agricultores asociados a cambio de financiamiento y/o asesoría técnica (70% del rubro proveedores se sustenta en este programa).

El posicionamiento comercial de la compañía y mantener una relación estable con proveedores locales e internacionales, son mecanismos que contribuyen a disminuir el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de los precios en el desempeño de su gestión.

▪ **PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

PRONACA es una compañía madura, con 56 años de experiencia en el sector alimenticio ecuatoriano. La empresa conserva su posición de líder en su nicho de mercado principal y es una de las compañías con mayor volumen de ventas a nivel nacional, contribuyendo a la economía del país como una fuente generadora de empleo e impuestos.

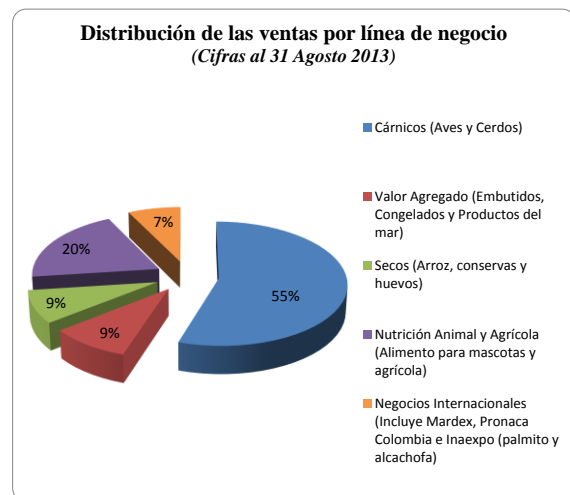
El Grupo PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial importante, conformada por 7,693 colaboradores directos (6,806 empleados en Pronaca), que atienden a 75.041 clientes entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados.

La compañía tiene un portafolio de 1,178 productos que se dirigen hacia todos los segmentos económicos de la población. El enfoque estratégico de la Administración busca fortalecer la participación del Grupo en los segmentos de ingreso medio y bajo de la población mediante la oferta de presentaciones más pequeñas, accesibles en precio

para estos sectores. La implementación de esta estrategia está permitiendo ampliar la base de clientes, generando mayor presencia y penetración de mercado.

La alta competencia, principalmente informal, limita la capacidad de la empresa para transferir sus costos al mercado, sin embargo PRONACA cuenta con elementos diferenciadores en calidad y diversificación en productos, clientes y proveedores, factores que contrarrestan este riesgo.

El Grupo mantiene un margen bruto diversificado que proviene principalmente de los volúmenes de facturación en cárnicos (55.02% de las ventas), sin embargo la expectativa de crecimiento apunta hacia segmentos que aportan con mayores márgenes porcentuales como la línea de valor agregado y nutrición animal y agrícola.

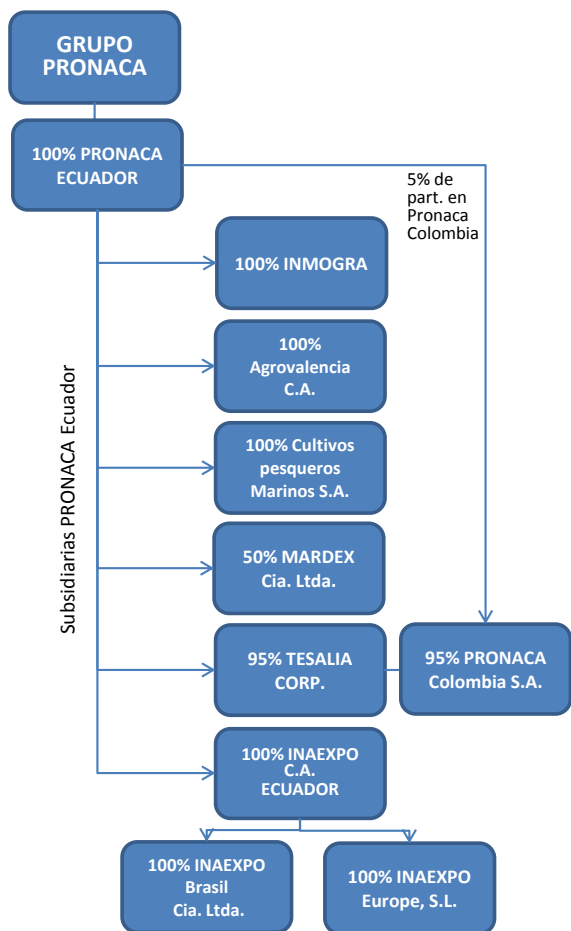


Fuente: Estados financieros Grupo Pronaca
Elaboración: BWR

▪ **ESTRUCTURA DEL GRUPO**

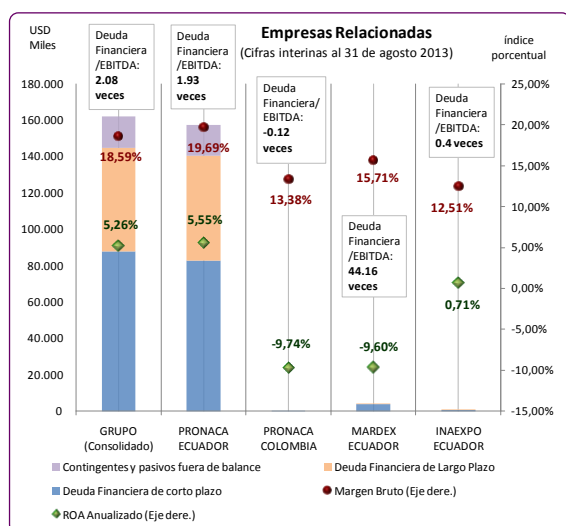
PRONACA es la cabeza del Grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas domiciliadas principalmente en Ecuador y Colombia. Las subsidiarias tienen los mismos fines de producción y comercialización local e internacional de alimentos con o sin valor agregado, a excepción de Inmogra que es una compañía inmobiliaria.

PRONACA Ecuador tiene el control administrativo y financiero de todas sus subsidiarias, incluso de Mardex, empresa con la que también consolida balances pese a que no tiene participación accionaria mayoritaria.



Fuente: Estados financieros Grupo Pronaca
Elaboración: BWR

ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD DEL GRUPO



Fuente: Estados financieros Grupo Pronaca
Elaboración: BWR

El Grupo tiene representación comercial principalmente en Ecuador. La operación a través de sus subsidiarias y la comercialización de sus productos en el exterior enfrentan una competencia

importante en los mercados en los que se desenvuelven, sumado a factores propios de cada mercado que influyen en su menor desempeño.

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 la mayor parte del flujo, es quien absorbe casi la totalidad del apalancamiento del grupo (97.13% a Agosto 2013).

Inaexpo C.A., una de las inversiones de PRONACA, empezó a generar resultado positivo en el 2012, mientras que las subsidiarias operativas: Pronaca Colombia y Mardex, todavía no llegan a cubrir sus respectivas operaciones. Al 31 de agosto del 2013 Inaexpo registra utilidad neta de USD 161M, a diferencia de Pronaca Colombia y Mardex que en conjunto suman una pérdida neta de USD 1.68MM a la misma fecha.

Las demás subsidiarias con las que PRONACA consolida (Inmogra, Agrovalencia C.A., Cupesmar S.A., y Agroinversiones) no son representativas en términos de generación operativa; la mayoría genera pérdida en el período o un aporte marginal a la utilidad neta del Grupo a agos.2013.

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.

La compañía Cultivos pesqueros Marinos (Cupesmar S.A.) no tiene operaciones, a la fecha poseen activos fijos que en el corto plazo pasarán a formar parte del balance de PRONACA.

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 la fecha de análisis sus activos suman USD 7.11MM.

PRONACA ofrece además soporte a empresas relacionadas con quienes no consolida, como garante de pasivos de estas compañías. A agosto 2013, la cabeza del Grupo garantiza créditos por USD 9.87MM. En vista de que las obligaciones garantizadas representan un contingente para PRONACA, se han estresado los indicadores de endeudamiento añadiendo el valor garantizado.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La estructura accionaria se mantiene concentrada en las dos familias ecuatorianas, fundadoras de la compañía. El soporte patrimonial de sus accionistas se ha demostrado en la capitalización anual de al menos una parte de los resultados generados por



PRONACA, consolidando de esta manera una de sus principales 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 hubo reparto de dividendos. En el 2012 se repartió USD 2.75MM, equivalentes al 9% de la utilidad del año anterior y en el 2013 se prevé un reparto total del 28%, cumpliendo con la política establecida.

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) Agosto 2013	258.000 M

Fuente: PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

▪ ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

En el 2013 se reestructuró la plana Directiva y Administrativa del Grupo con el fin de darle un enfoque más comercial a la dirección del negocio. El actual Directorio de PRONACA está conformado por la segunda y tercera generación de las familias pioneras de la empresa hace 50 años. Forman parte del Directorio, cuatro miembros externos y se cuenta con el soporte técnico de 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, los mismos que han mostrado estabilidad dentro de 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.

En ninguna compañía del Grupo se ha conformado comité de empresa ni se han presentado problemas laborales. De acuerdo al informe de auditoría externa, la provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario, se encuentra al día, se realiza con base en estudios actuariales y lo estipulado en el código de trabajo.

Durante los últimos años la política de endeudamiento del Grupo ha sido conservadora. La deuda financiera sobre capitalización se ha

mantenido en 33% en promedio (período 2010 – 2012). La compañía reestructura sus obligaciones a mediano y largo plazo a través del mercado de valores ecuatoriano y mediante líneas de crédito internacionales. El endeudamiento proyectado para fines del 2013 contempla inversiones en CAPEX por montos superiores a los históricos, las mismas que se relacionan con la ampliación de la producción en la línea de cerdos.

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 menores 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 se encuentra trabajando actualmente.

La compañía inició en el año 2013 un proceso de reestructuración de la plana administrativa que permitirá un ahorro en costos a partir del año 2014. Este proyecto comprende medidas de control de gastos mediante la implementación de centros de servicios compartidos.

▪ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

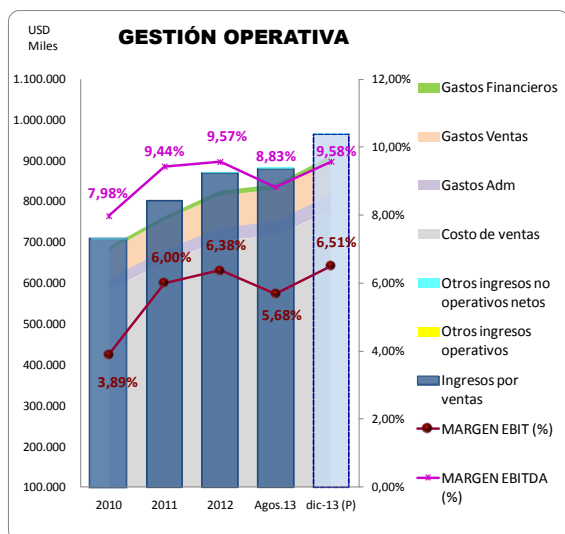
El análisis se realiza con base en los estados financieros consolidados de Grupo PRONACA C.A. bajo NIIF interinos al 31 de Agosto del 2013 e históricos 2010, 2011 y 2012 auditados por la firma Deloitte & Touche. El informe del auditor en referencia no presenta salvedades respecto a la información financiera que refleja. Asimismo, se analizó información interina de PRONACA C.A. con corte a Agosto 2013.

Los estados financieros consolidados de PRONACA y subsidiarias 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 a través de ella y/o con sus garantías.

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



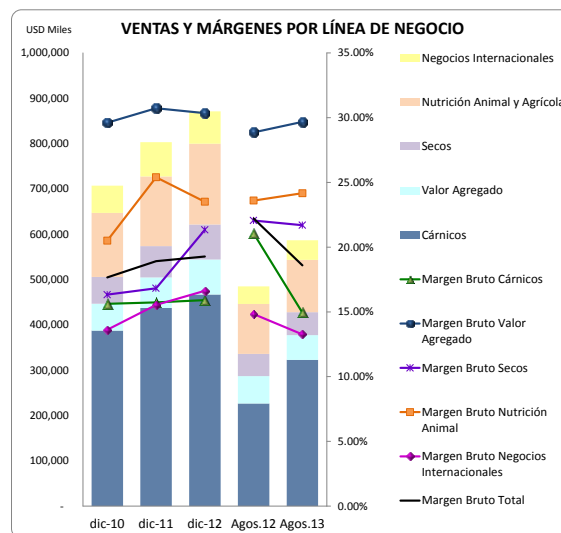
Fuente: Estados financieros Grupo Pronaca y proyección 2013. Elaboración: BWR.

Las ventas del Grupo muestran un crecimiento histórico sostenido, que proviene en alrededor de un 93% de la generación individual de PRONACA C.A. Las ventas de PRONACA están creciendo a un ritmo interanual del 8.39% (de agos.2012 a agos.2013), menor al crecimiento registrado en los dos últimos años (9.79% en el 2012 y 12.39% en el 2011).

Si bien la línea de cárnicos (aves y cerdos) es la que más aporta al volumen de crecimiento en el período, también constituye el segmento que presiona el margen bruto a la baja debido a la concesión de mayores descuentos a clientes para enfrentar a la competencia. El margen bruto de este segmento pasa de 21.05% (agos.12) a 14.94% (agos.13).

Influyen en el comportamiento del margen las pérdidas generadas en negocios internacionales que provienen de la comercialización de alcachofa y un menor desempeño frente a su histórico en las demás líneas de su negocio. La línea de nutrición animal, que es el segundo segmento que más aporta a las ventas presenta un crecimiento positivo pero sustancialmente menor al del año anterior (5% frente al 15.93% del 2012).

A pesar de las presiones observadas en el margen bruto a agosto 2013, la compañía mantiene sus expectativas de crecimiento en ventas de alrededor del 11% y en margen bruto del 12% para fines del 2013, cifras sustentadas en el comportamiento histórico del Grupo que debido a su estacionalidad muestra un repunte en ventas en el último trimestre del año. En el 2014 las ventas estarán apoyadas por las nuevas inversiones en la línea de cerdos.



Fuente: Estados financieros Grupo Pronaca. Elaboración: BWR.

La volatilidad que se observa en las tasas de crecimiento del EBITDA está influenciada por la misma ciclicidad de la industria que está atada a una materia prima sujeta a precios internacionales.

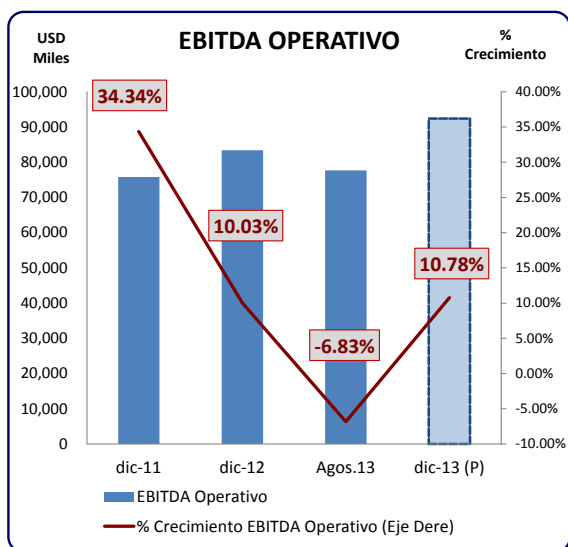
A pesar de esta condición en la industria, los márgenes EBITDA y EBIT de Grupo PRONACA muestran estabilidad en el tiempo, mostrando la capacidad, principalmente de PRONACA para administrar eficientemente sus costos y sus ventas en función del margen bruto. Consideramos que un factor que contribuye a la estabilidad de este margen es la importante diversificación de productos y mercados que el Grupo maneja.

La administración de derivados financieros para mitigar la volatilidad del costo de ventas ha sido exitosa. Por otro lado PRONACA tiene la capacidad de fijar precios en varias de sus líneas de productos, lo cual contribuye a sostener los márgenes en los mismos niveles.

La Administración prevé en su proyección 2013 que el EBITDA crecerá en 11%, respaldado en el crecimiento de igual proporción en las ventas y un margen bruto que se sostendrá en niveles similares a los del 2012.

Las expectativas positivas del EBITDA se sustentan también en el manejo controlado de los gastos operativos en relación a las ventas. El peso del gasto se mantiene en los niveles históricos (12.91% sobre ingresos operativos a agos.2013) y está creciendo a un ritmo anual del 8.35%.

El manejo del gasto contribuye a sostener el margen EBITDA del Grupo; inclusive a fines del 2013 se proyecta un margen EBITDA similar a lo histórico (del 9.6%), pese a que se prevé que el gasto aumentará como consecuencia del programa de reestructuración administrativa que empezará a generar ahorro en costos sólo a partir del año 2014.



Fuente: Estados financieros Grupo Pronaca y proyección 2013.
Elaboración: BWR.

El gasto financiero representa el 1.35% de las ventas en promedio y sustenta una cobertura con EBITDA de entre 5 y 8 veces otorgándole al Grupo flexibilidad financiera. El costo del financiamiento es competitivo gracias a la diversidad de las fuentes de fondeo, ya sea mediante deuda bancaria local, del exterior o a través del mercado de valores ecuatoriano.

El Grupo mejoró sus indicadores de rentabilidad en el 2012 apoyados en una generación operativa importante, un crecimiento conservador en gastos y una mayor contribución de ingresos no operativos. Los índices de rentabilidad para el año 2013 se proyectan en niveles similares a los del 2012.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVO

Dentro del activo corriente, los rubros más representativos son los inventarios, las cuentas comerciales por cobrar, el efectivo y equivalentes de

efectivo que se coloca en emisores de bajo riesgo de crédito local e internacional. En fechas de pago de inventarios y a fin de año los activos líquidos aumentan, constituyendo alrededor del 7% del activo total.

Los inventarios y activos biológicos de corto y largo plazo participan con el 30.47% del activo total a agos.2013. La rotación de este inventario disminuyó atípicamente en el 2012 por la adquisición anticipada de maíz, requiriendo más días de financiamiento (98 días frente a 89 del 2011).

Las compras empiezan a regularizarse en el transcurso del 2013 y se espera retornar a la normalidad hasta fin de año, es decir una rotación esperada de 4 veces y máximo 90 días de financiamiento. La compañía no requiere de una provisión por deterioro dada la alta rotación que caracteriza a estos activos.

La cartera comercial neta representa el 10.64% del activo a agos.2013 y se compone de financiamiento de corto plazo otorgado en un 77.24% a clientes del mercado local, 15.18% a integrados (préstamos a agricultores), 10.87% a clientes del exterior y un 3.93% a compañías relacionadas. La relación de cartera en riesgo (sobre los 61 días de vencido) es de 4.20% de la cartera bruta, riesgo cubierto en un 130% mediante 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 alrededor del 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.

La propiedad, planta y equipo constituye el activo no corriente más importante dentro del balance, seguido de propiedades de inversión, activos intangibles y activos mantenidos para la venta.

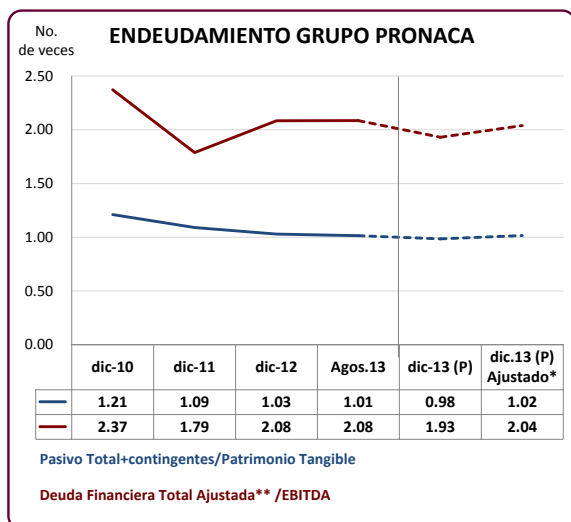
El activo fijo, incluyendo equipo avícola representa el 35.84% del activo total a agos.2013. La maquinaria es flexible a condiciones de empaque y pesos y está siendo empleada casi al tope de su capacidad instalada. La empresa requiere de inversiones anuales por alrededor de USD30 millones para el remplazo de activos y la ejecución de proyectos nuevos. La maquinaria y equipo se encuentra asegurada contra todo riesgo.

Las propiedades de inversión están conformadas por activos de empresas relacionadas libres de garantía que son parcialmente usados para la operación, los activos intangibles incluyen el derecho de uso de

marcas y el software corporativo y los activos mantenidos para la venta 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 en conjunto el 6.81% del activo total a agos.2013.

El Grupo mantiene inversiones financieras de mediano y largo plazo cuya participación se incrementa a agos.2013 representando el 6.15% del activo. El aumento de este rubro obedece al ingreso de nuevas inversiones al portafolio de PRONACA, mismas que corresponden a papeles emitidos en el mercado de valores local. Parte de este rubro se conforma por un portafolio de inversión de deuda de emisores internacionales con calificaciones entre “BBB” y “AAA”. El plazo promedio del portafolio es de 2.5 años.

▪ ENDEUDAMIENTO



Fuente: Estados financieros Grupo Pronaca y proyección 2013.
Elaboración: BWR.

*La proyección de deuda para el 2013 fue ajustada en función de un nuevo préstamo de largo plazo que ingresó al pasivo del Grupo en el mes de septiembre.

**La deuda financiera incluye préstamos de corto y largo plazo con empresas relacionadas que tienen costo financiero y no se relacionan con la gestión comercial del Grupo. Se incluyen también garantías y contingentes tributarios.

A pesar de que el patrimonio y el flujo de PRONACA continúan apalancando y garantizando los negocios de empresas relacionadas, sus indicadores de endeudamiento se mantienen en un nivel adecuado y consistente con la calificación de riesgo otorgada. Estos índices reflejan una posición conservadora del Grupo y su flexibilidad financiera para mitigar los riesgos y volatilidad de la industria.

Cabe indicar que los indicadores de endeudamiento han sido estresados restando del patrimonio los activos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya recuperación está a discreción de

los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas. Adicionalmente se incluye dentro de la deuda financiera a pasivos con relacionadas que tienen costo financiero, contingentes tributarios (sin intereses) y las garantías sobre firmas entregadas a empresas relacionadas cuyas cifras no están consolidadas a los estados financieros del Grupo.

A diferencia del 2012, en el período de análisis el Grupo muestra un menor requerimiento de capital de trabajo para financiar cartera e inventarios debido a que la cadena de suministro de inventario se está realizando en función de la demanda, lo cual genera ahorros en el uso de capital de trabajo y reduce costos de almacenamiento de producto.

Esta menor necesidad de capital de trabajo implicó un menor volumen de deuda financiera a agosto 2013, sin embargo los índices se muestran similares a los del 2012 debido a un menor desempeño de margen bruto y de EBITDA.

Se espera que los índices de deuda mantengan los actuales niveles para fines del 2013. La proyección ajustada contempla el incremento de deuda de largo plazo que ingresa al pasivo en el mes de septiembre y una precancelación de la deuda de corto plazo.

En todo caso, se esperaría que la variación de capital de trabajo que generalmente a fin de año es mayor, por la estacionalidad propia del negocio, sea cubierta con los flujos operativos del Grupo, que de acuerdo a la proyección inicial serán suficientes incluso para cubrir las importantes inversiones en CAPEX.

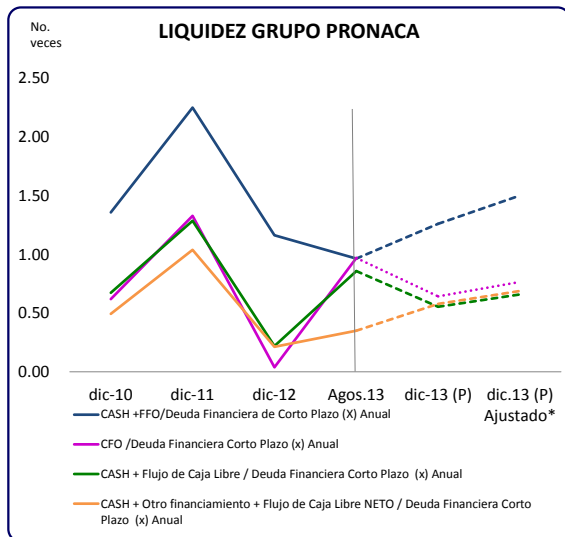
La fuente operativa de financiamiento que provenía de proveedores se redujo sustancialmente a partir del año 2012 debido al cambio en la estructura de abastecimiento del maíz hacia proveedores locales que no tienen la capacidad de financiar ni de almacenar su producción. El cambio obedece a la regulación 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 70%).

A mediano plazo, un escenario de desdolarización es remoto, sin embargo a la fecha de análisis el Grupo presenta una exposición cambiaria no cubierta del 8.07% del activo y 14.49% del patrimonio, generada en la proporción de deuda

financiera contratada en el exterior con organismos internacionales a plazos medianos, la misma que representa un 34.51% de la deuda financiera global a agosto 2013.

▪ **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**



Fuente: Estados financieros Grupo Pronaca y proyección 2013. Elaboración: BWR.

*La proyección a dic.2013 fue ajustada considerando un prepago parcial de la deuda de corto plazo realizado en el mes de septiembre 2013.

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 las inversiones en CAPEX.

La porción 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 contribuyó a presionar la liquidez en el 2012. En el transcurso del 2013 se aprecia un mejor desempeño en los índices de liquidez favorecidos por una variación positiva en el capital de trabajo y el aporte que le genera el efectivo.

A agosto del 2013 la liquidez está positivamente influenciada por gastos acumulados por pagar que se

irán cancelando a lo largo del año, lo cual irá consumiendo la liquidez registrada a la fecha y ubicando a los indicadores en niveles más reales, mejores que los del 2012, pero más presionados que los del 2011.

La precancelación de una parte menor de la deuda financiera de corto plazo va a contribuir a la mejora de los índices de liquidez frente al año anterior. No obstante, las presiones podrían generarse en caso de presentar un crecimiento mayor al esperado, y/o nuevas inversiones en activo fijo.

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.

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.

▪ **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 pignoraos, activos diferidos, activos en litigio, activos restringidos. La estructura de la garantía general a Agosto 2013 es la siguiente:

EMPRESA PRONACA C.A.	ago-13	Activo Pignorado 31.08.13	Activo Disponible	Activo Diferido / Intangible	Activos Restring.	Activo Libre
Miles USD						
Total Activo Corriente	298,731	4,000	290,366	-	-	290,366
Fondos Disponibles	21,323		21,323			21,323
Inversiones Financieras	29,659		29,659			29,659
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	57,771		57,771			57,771
Inventarios Neto	132,628	4,000	128,628			128,628
Activos Biológicos Corrientes	37,514		37,514			37,514
Impuestos Corrientes	12,737		12,737			12,737
Gastos pagados por anticipado	2,734		2,734			2,734
Cuentas por cobrar cías relacionadas	4,365					
Total Activo No Corriente	317,233	91,435	222,142	14,481	6,252	201,409
Propiedades	195,628	91,435	104,193			104,193
Activos para la venta	9,656		9,656			9,656
Activos Biológicos No Corrientes	10,870		10,870			10,870
Propiedades de inversión	133		133			133
Inversiones en Subsidiarias	71,797		71,797			71,797
Equipo Avícola	1,241		1,241			1,241
Cuentas por Cobrar LP Accion./Relac.						
Activos Intangibles	14,481		14,481	14,481		
Inversiones Financieras	9,717		9,717		6,252	3,465
Impuestos Diferidos						
Cuentas por cobrar cías relacionadas	3,656					
Otros Activos No Corrientes	54		54			54
ACTIVOS TOTALES	615,964	95,435	520,529	14,481	6,252	499,796
Papel Comercial en circulación						39,348
Titularizaciones de Flujos Futuros en circulación						30,137
Garantía / Títulos en circulación en Mercado Valores (veces)						7.19
Garantía sensibilizada / Títulos en circulación en Mercado Valores (veces)						6.36



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 7.19 veces la obligación de Papel Comercial y la Titularización de Flujos Futuros en circulación.

Es importante señalar que aunque los activos cubran la emisión vigente de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación. La garantía general tiene último grado de prelación en caso de liquidación.

RESGUARDO PARA PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Conforme la Circular de Oferta Pública los resguardos de endeudamiento que tiene la operación de Papel Comercial en 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.

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 sexta 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, USD 50 MM, series A y E 1170 días, series B y F 1440 días, serie C 1890 días y serie D 2160 días.
- f) 15-Jun-12, Papel Comercial, USD 40MM, 720 días.

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 PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS (PRONACA C.A.)

(Miles de USD)

	dic-10	dic-11	dic-12	ago-13
RESULTADOS				
Ventas	706,983	803,034	871,109	586,537
% crecimiento	n/d	13.59%	8.48%	1.00%
Costos	-582,120	-651,089	-703,157	-477,497
% crecimiento	n/d	11.85%	8.00%	1.86%
MARGEN BRUTO (%)	17.66%	18.92%	19.28%	18.59%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0
% crecimiento	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA OPERATIVO*	56,421	75,798	83,397	51,801
% crecimiento	n/d	34.34%	10.03%	-6.83%
MARGEN EBITDA (%)	7.98%	9.44%	9.57%	8.83%
EBITDAR OPERATIVO	56,421	75,798	83,397	51,801
MARGEN EBITDAR (%)	7.98%	9.44%	9.57%	8.83%
Cuota leasing del período	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones	28,954	27,609	27,810	18,459
EBIT OPERATIVO	27,467	48,189	55,587	33,342
MARGEN EBIT (%)	3.89%	6.00%	6.38%	5.68%
Gasto Financiero del período	(9,834)	(9,391)	(11,665)	(8,687)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.39%	1.17%	1.34%	1.48%
Costo de Financiamiento estimado (%)**	n/d	7.88%	8.27%	8.54%
Impuestos a la renta	(5,651)	(8,991)	(10,869)	(6,311)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	31.1%	25.2%	23.5%	22.6%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	11.02%	10.70%	6.68%	11.85%
UTILIDAD NETA	13,471	27,114	36,589	21,658
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	1.91%	3.38%	4.20%	3.69%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	n/d	9.48%	11.50%	9.54%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	n/d	5.06%	6.23%	5.26%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	42,425	54,723	64,399	40,117
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Otros Ajustes)	42,631	61,884	65,833	40,684
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-12,255	-4,855	-58,568	19,986
Flujo de Caja Operativo Neto	30,376	57,029	7,265	60,670
Inversión en Activos Fijos	-23,354	-37,629	-29,361	-19,028
Otras Inversiones, Neto	-10,293	-6,576	-1,786	-27,538
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones	-3,271	12,824	-23,882	14,104
Variación Neta de Deuda Financiera	789	5,536	38,507	-15,464
Pago de Dividendos	0	0	-2,752	-11,090
Otros Financiamientos, Neto	1,094	-3,270	1,137	-3,200
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-11,174	4,520	13,230	-15,651
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)				
EBITDA OPERATIVO	56,421	75,798	83,397	51,801
(-) Gasto Financiero del período	-9,834	-9,391	-11,665	-8,687
(-) Impuesto a la renta del período (corriente y diferido que va al P&G)	-4,671	-8,519	-9,611	-6,311
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	41,916	57,888	62,121	36,803
(-) Variación Capital de Trabajo	-12,255	-4,855	-58,568	19,986
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	29,661	53,033	3,553	56,789
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,999	3,814	3,084	3,314
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-1,490	-6,979	-806	0
(+) Ajustes por fusión	0	0	0	0
(-) Ajustes No operativos que no implican flujo	206	7,161	1,434	567
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	-2,752	-11,090
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-23,354	-37,629	-29,361	-19,028
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	7,022	19,400	-24,848	30,552
(-)Otras Inversiones neto	-10,293	-6,576	-1,786	-27,538
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	-3,271	12,824	-26,634	3,014
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	789	5,536	38,507	-15,464
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-11,174	4,520	13,230	-15,651
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	38,561	27,387	31,909	45,145
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	5.93%	7.21%	7.13%	6.27%
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	56,421	75,798	83,397	51,801
BALANCE CONSOLIDADO PRONACA C.A.				
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	27,387	31,909	45,145	29,497
Activos Totales	513,582	558,181	615,560	619,519
Pasivo financiero Corto Plazo	51,009	39,876	92,103	87,739
Pasivo financiero Largo Plazo	65,471	82,010	68,274	57,189
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	17,361	13,614	13,478	17,065
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS)	133,841	135,500	173,855	161,993
Pasivos con Proveedores	82,622	83,395	62,007	60,007
Otros Pasivos	25,654	38,945	43,800	52,298
Pasivos Totales	242,117	257,840	279,662	274,298
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	271,465	300,341	335,898	345,221
PATRIMONIO TANGIBLE	214,272	249,062	284,902	287,244
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	57,193	51,279	50,996	57,977
Capitalización ****	405,306	435,841	509,753	507,214
Contingentes	7,200	7,200	7,200	7,200
Pasivos fuera de Balance	10,161	6,414	6,278	9,865

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

EMPRESA: GRUPO PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS (PRONACA C.A.)

	dic-10	dic-11	dic-12	ago-13
INDICADORES FINANCIEROS				
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.74	8.07	7.15	5.96
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.74	4.28	4.85	3.78
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5.74	8.07	7.15	5.96
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	5.26	7.16	6.33	5.24
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	4.02	6.65	1.30	7.54
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.26	7.16	6.33	5.24
CFO/cargos fijos	1.04	4.05	-2.78	2.01
APALANCAMIENTO				
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.37	1.79	2.08	2.08
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.89	1.37	1.54	1.71
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3.19	2.34	2.80	2.93
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.33	0.31	0.34	0.32
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.02	0.01	0.01	0.01
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.55	0.53	0.62	0.59
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.13	1.04	0.98	0.95
Pasivo Total + Contingentes+ Leasing/Patrimonio Tangible (x)	1.21	1.09	1.03	1.01
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.62	0.54	0.61	0.56
porcentaje dividendo pagado en el período/utilidad del año anterior	0.00%	0.00%	9.03%	27.80%
LIQUIDEZ				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.38	0.29	0.53	0.54
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.82	1.45	0.67	0.63
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.30	2.12	2.12	1.59
CASH+FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.36	2.25	1.16	0.97
CFO /Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.62	1.33	0.04	0.97
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.92	2.68	0.15	3.48
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.67	1.29	0.22	0.86
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	1.63	2.59	0.88	3.08
CASH + Otro financiamiento + Flujo de Caja Libre NETO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.49	1.04	0.21	0.35
OTROS INDICES				
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	109,437	138,458	154,592	150,606
Liquidez Acida (x)	0.94	1.14	1.05	1.06
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.64	0.74	0.71	0.52
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.06	1.10	1.19	1.21
Patrimonio / Activo Total (x)	0.53	0.54	0.55	0.56
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10	10	10	12
Días de cuentas por cobrar	36	35	36	29
Rotación de inventarios (x) Incluye Activos biológicos corrientes y no corrientes	4	4	4	4
Días de inventarios	96	89	98	95
Rotación de cuentas por pagar (x)	7	8	11	12
Días de cuentas por pagar	51	46	32	30
Rotación Capital de Trabajo	5	5	5	5
Días de Capital de Trabajo	68	77	79	76
Días de Ciclo de Operación	-14	-1	-22	-18
Activo corriente / Pasivo corriente	1.74	1.96	1.87	1.82

(x) Índice expresado en número de veces

ANEXO No.1

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

DATOS GENERALES

	2011	2012	2013 prev. *
Inc. PIB (Año base 2007) %	7.50	5.01	4.05
PIB CORRIENTE (Mill USD)	77,832	84,682	90,326
Inc. PIB CORRIENTE%	14.78%	8.80%	6.66%
Inflación Anual %	5.41	4.16	3.93%
Total Ingresos	18,600	20,405	25,454
Total Gastos	22,342	24,642	30,515
Deficit / Superavit	(3,742)	(4,237)	(5,061)
Deuda Gobierno **	14,552	18,694	20,197
Deuda Interna **	4,506	7,781	7,866
Deuda externa **	10,046	10,913	12,331
Deuda total del Gobierno / PIB%	18.6%	25.0%	22.36
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12.8%	14.9%	13.65
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5.8%	11.0%	8.71
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99.75	91.82	96.39
Precio Programado Petroleo		79.3	84.9
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23.5%	20.6%	21.4%
Fuentes: Analisis Semanal Fuente Banco Central			
Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 dias el Gobierno no la contabiliza como tal			
** Datos a marzo 2013			
* Presupuestp del Estado para 2013			

ANTECEDENTE

A la fecha de este reporte, la Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria para el 2013, la que fuera enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente el 5 de julio 2013.

Conforme dicta la Constitución de la Republica, en año de elecciones, es el nuevo gobierno el que debe efectuar el presupuesto, explicando por qué se presentó, transcurrido ya el primer semestre del año 2013. Se espera que en los próximos meses se anuncie la proforma para el 2014.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): Las proyecciones para el 2013, de acuerdo a la proforma, indican un crecimiento del 4.05%, porcentaje inferior al alcanzado en el 2012 que fue 5.1%. La desaceleración, a pesar del incremento del presupuesto en 24%, obedece a que gran parte del monto de gastos es corriente y una reducción en el crecimiento de la construcción.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecería en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

Las manufacturas ofrecen un importante aporte al crecimiento (5.8%) para el 2013, siendo uno de los mayores aumentos de los últimos años, con un aporte del 12.6% del PIB.

Se estima que **La construcción** crecerá el 6%, porcentaje bastante inferior al alcanzado en el 2011 de 21.6% y 2012 de 14%, sin embargo, mantiene un aporte significativo de 11.1% del PIB.

El petróleo y la refinación, tendrán un componente de 11.3%, del PIB. En el primer semestre del 2013 el precio de crudo del oriente terminó en USD 97.45 el barril, registrando un alza respecto de diciembre 2012 de USD 5.63.

Se considera 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 a mayo del 2013, mantiene un comportamiento a la baja, es así, que llega a 3.01%, inferior a la registrada en mayo 2012, que fue de 4.85%. En el presupuesto para el 2013, se proyecta la inflación en 3.9%, que no se presenta difícil de alcanzar, de continuar la actual trayectoria.

El Mercado Laboral: La tasa de desempleo, respecto a diciembre 2012, disminuyó en 0.14%, tanto a nivel urbano como rural, situándose a junio 2013 en 4.9%.

El salario básico unificado para el 2013 es de USD 318.00, con un incremento del 8.9%, (USD 292.00 a junio 2012).

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 mayo 2013, presenta un déficit acumulado de USD 287 millones FOB, mayor al obtenido a mayo 2012, que fue positivo en (USD 581 millones). Esta diferencia se da debido a una mayor exportación gracias a los altos precios del petróleo en el 2012, (USD 101.68 a

mayo 2012; USD 96.39 a mayo 2013), en volumen se mantuvieron casi iguales, con una diferencia menor para este periodo 2013 de 207m barriles.

EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

Las exportaciones anuales disminuyeron en -1.43%. Las petroleras suman USD 6,385.2 mm disminuyendo en -11.64% (incluidos los derivados). Las exportaciones petroleras representan el 55.46% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 4,530.62mm; en valores monetarios se incrementan en 15.12%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación, del total exportado, siguen siendo el banano (10.37%), el camarón (6.2%), los productos de mar (5.9%) y las flores (3.7%).

IMPORTACIONES USD 10,435.84 mm, (mayo 2013).

A mayo 2013 las importaciones se incrementan en 7.17% en términos monetarios, sin que se registren crecimientos significativos en los diferentes rubros importados excepto en los bienes de consumo que disminuyen en monto (-4.59%). Los otros rubros conservan una participación del total general similar al año anterior, así tenemos materias primas (31.36%), bienes de capital (27%) y los combustibles y lubricantes, que crecen en 13.92% y su participación sube a 23% de las importaciones.

SECTOR PÚBLICO

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2013 registra un crecimiento de 24.7% con un déficit de USD 5,061 millones. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

INGRESOS

	2011	2012	2013 pres	Variación 2012/2013
TOTAL INGRESOS	18,600	20,405	25,454	24.7%
TRIBUTARIOS	9,426	10,362	12,793	23.5%
PETROLEROS	7,341	8,401	8,690	3.4%
NO TRIBUTARIOS	1,234	1,130	2,946	160.7%
Transf Corrientes	422	89	1,025	1051.0%
Otros, autogestion.	177	423	-	

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

EGRESOS

	2011	2012	2013 presp	Variación 2012/2013
TOTAL EGRESOS	22,342	24,642	30,515	23.8%
Gasto Corriente	14,966	16,699	19,347	15.9%
- Sueldos	6,519	7,547	7,884	4.5%
- Bienes y servicios	5,396	5,996	8,138	35.7%
- Transferencias y otros gastos	2,312	2,352	2,678	13.9%
Financieros	740	804	647	-19.5%
Gasto de Capital	7,376	7,943	11,168	40.6%

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos ha mantenido un crecimiento continuo, a mayo se reporta un 13.8% respecto al 2012 y la tendencia ha sido persistente durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 15.6%, de acuerdo a lo planificado con el SRI.

El ISD o impuesto a la salida de divisas ha tenido un incremento importante, debido al aumento de la tasa de recaudación de 2 al 5%, convirtiéndose en el tercer impuesto en importancia.

Gastos:

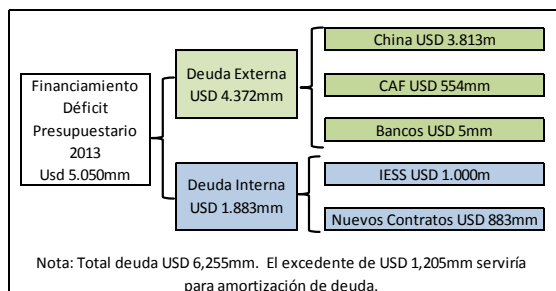
El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía, sean menores, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.



FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013
Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012, han empezado a influir en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (junio 2013), registra **activos brutos por USD 29,410 millones**, con un crecimiento anual de 9.2% y en el lado de los pasivos **USD 25,286 millones**, con un crecimiento de 9.2%.

Las **captaciones del público** llegaron a **USD 22,529 millones**, con un crecimiento anual de 9.3%; la cartera a junio 2013 registra un valor de **USD 16,618 millones**, con un incremento de 10.5% frente a junio 2012.

El Sistema continúa creciendo de forma importante, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores debiendo tomar en cuenta el crecimiento de la **cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses)**, que en este periodo fue de 15.2%.

La **morosidad** muestra una tendencia creciente en el sistema (3.07%), en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La **cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a 6.54%, debido a 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 bancos continúa el crecimiento de su cartera en USD 1,582mm, respecto a junio 2012.

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

Resultados USD 125 millones.

A junio del 2013, el Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 63.6 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de 33.8%. El sistema de Cooperativas tiene un pequeño incremento del 1.7%, las financieras un decrecimiento del 34.2% sin tomar en cuenta Diners Club; no sucede igual con los bancos Públicos que tienen un incremento del 38% (en parte influenciado por utilidades generadas por Banco Pacífico a la CFN).

SECTOR PRIVADO

Se espera que el 2013 sea un complejo año fiscal, por las mismas palabras del Presidente Correa, lo cual ha dado paso a que el gobierno de ciertas manifestaciones de apertura y acercamiento a la empresa privada. Un gesto importante fue la actitud con los empresarios en su viaje a Alemania, incluyéndoles a estos como parte de su agenda, sin embargo, existen mensajes contradictorios con la renuncia al ATPDEA, manteniendo el entorno para la inversión privada más incierto y desfavorable.

Varias leyes que serán tramitadas en este año, mantienen la incertidumbre en los empresarios, tomando en cuenta que este gobierno se ha declarado de rasgo socialista, hace prever que las reformas tendrán el mismo alcance, limitando y reduciendo los resultados de las empresas y la confianza de estas para nuevas inversiones.

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta 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.

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.

PERSPECTIVAS 2013

Se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.



La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

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, no así en los siguientes años.

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, por factores que afectan el sector como 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.

Fuentes: Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

Elaboración: BWR, julio, 2013.

Corte de información: marzo - junio 2013, proyección a diciembre 2013.