

Ecuador
 Papel Comercial – 4to seguimiento

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

Seguimiento Calificación

Tipo de instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	último cambio
3er Programa de Papel Comercial USD 40MM	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; N/A: No aplica

Resumen Financiero

USD Millones	2013	mar.2014
Activos	607.8	604.9
Ventas*	924.3	888.1
Margen EBITDA (%)	10.4	11.1
ROA (%) *	5.6	8.7
Deuda / capitalización (%)	29.5	27.0
CFO/ Deuda financiera cp.	1.5	2.4
Cash + FCL / Deuda Fin cp.	1.8	3.3
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	2.1	1.8

*Indicador anualizado a la fecha de corte.
 (x) Indicador en número de veces.

Actividad del Emisor: Compañía que se dedica a la producción, procesamiento y comercialización de productos relacionados con la avicultura, porcicultura, agricultura, ganadería y pesca.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 203
ppinto@bwratings.com

Ana Zurita, Ecuador;
 (593 2) 292 24 26 ext. 113
azurita@bwratings.com

FECHA COMITE: mayo 7, 2014

ESTADOS FINANCIEROS A: marzo 31, 2014

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatchRatings S.A. decidió mantener la calificación de “AAA” al programa de Papel Comercial que se analiza en este estudio. En vista de que PRONACA C.A es la cabeza del Grupo y transfiere flujos a sus empresas relacionadas a través de inversiones y/o préstamos, la capacidad de pago del emisor se determina con base en los estados financieros consolidados.

La calificación reconoce las características de corto plazo del instrumento empleado y se fundamenta en la perspectiva de que bajo las actuales condiciones de mercado el Grupo PRONACA y PRONACA de manera individual, mantendrán el desempeño positivo de su gestión operativa, bajos niveles de endeudamiento y la posición de liquidez que se ha observado históricamente.

La calificación considera el tamaño y el posicionamiento de líder que PRONACA conserva en el Ecuador y su diversificación en clientes, proveedores, productos y otros mercados del exterior, factores que ayudan a contrarrestar a la competencia, incluida la informal y contribuyen a la estabilidad de los márgenes.

El mercado local es altamente competitivo y parcialmente regulado. La industria está influenciada por la volatilidad de precios internacionales de materias primas. El riesgo de volatilidad del EBITDA es compensado por una posición conservadora de deuda y mitigado por una política efectiva de administración de derivados financieros que permite atenuar el efecto de los precios en el costo de ventas y sostener los márgenes del Grupo en niveles adecuados.

Las estrategias de crecimiento apuntan a una mayor participación de los productos de valor agregado en las ventas permitiendo un fortalecimiento paulatino del margen bruto en los próximos años, no se esperan crecimientos agresivos en ventas pero si una administración más efectiva en costos y gastos. Las inversiones en CAPEX que la compañía estima realizar en los siguientes años justifican esta estrategia.

El cambio en el ciclo y estructura de abastecimiento de materia prima ya se financió en el 2012, por lo que en ese sentido no se esperan requerimientos importantes de capital de trabajo a futuro. La compañía mantendrá, según las proyecciones, su posición conservadora de endeudamiento en los próximos años, incluso de concretarse las inversiones en activo fijo que la Compañía está proyectando, las mismas que por el contrario sí podrían requerir de un uso parcial de la liquidez del Grupo.

Por lo general, PRONACA es generador de flujo de caja libre positivo, suficiente para cubrir la necesidad de capital de trabajo, los dividendos reconocidos a los accionistas, las inversiones en CAPEX y otras inversiones en relacionadas, incluso de algunas empresas con las que no consolida. La mayor parte de estas inversiones aún no llegan al punto de equilibrio o generan marginalmente, sin embargo PRONACA cuenta con flexibilidad financiera de sustentar estas inversiones sin descapitalizar a la compañía.

Los flujos generados en su mayor parte por PRONACA, sumado a los activos líquidos del Grupo, son suficientes para cubrir la deuda financiera de corto plazo. De existir riesgo de refinanciamiento de la deuda, éste se mitiga gracias al buen perfil de crédito de la compañía en el sistema financiero local e internacional y la disponibilidad de cupos de líneas de crédito. La compañía presenta a la fecha una exposición cambiaria no cubierta que proviene de la deuda financiera contratada en el exterior.

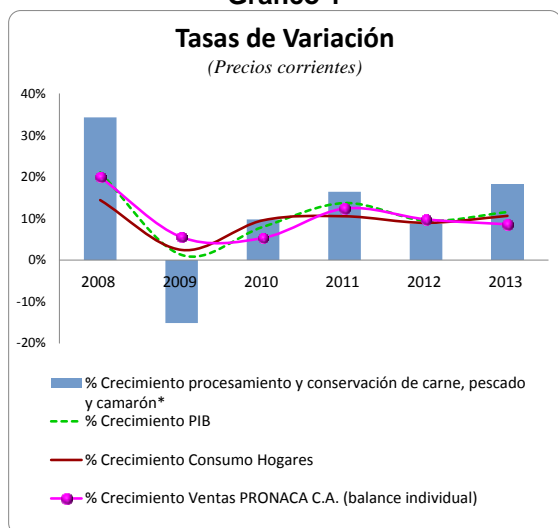
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen 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.

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

3er Programa Papel Comercial		
Emisor:	PRONACA C.A.	
Monto Programa:	USDS 40,000.000	
Saldo en circulación:	USDS 16,900.000	
Plazo Programa:	720 días	
	Monto por Serie	Plazo por Serie
Clases	(miles de US\$)	
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:	USDS 1,000.00	
Número de Títulos por Serie:	10,000	
Amortización:	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.	
No. Resolución SIC:	Q.IMV.2012.3003	
Fecha autorización Programa:	15-jun-2012	
Fecha vencimiento Programa:	05-jun-2014	

▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Gráfico 1



*Valores aproximados para el sector económico, el mismo que incluye: Acuicultura y pesca de camarón, pesca, procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos.
Fuente: Banco Central del Ecuador, PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

La producción y procesamiento de carne, pescado y marisco contribuye con la generación del 3% del PIB y su consumo representa el 7% del ingreso familiar¹, siendo el segundo segmento en importancia dentro de la rama de alimentos y

bebidas de la canasta básica familiar; cereales y derivados ocupa el primer lugar.

El segmento en el que PRONACA desarrolla su actividad operativa, es sensible a la fluctuación de los ciclos económicos, vinculándose de manera directa con el comportamiento del PIB nacional y con la capacidad de consumo de los hogares. Si bien la oferta del segmento incorpora productos de primera necesidad, su demanda es elástica al precio ante la existencia de productos sustitutos, notándose un menor desempeño del sector en épocas de recesión económica.

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 por la gestión comercial que realiza la compañía.

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

Uno de los principales riesgos del sector proviene de la volatilidad en el precio de las materias primas, sujetas principalmente a precios internacionales y en menor medida a un control de precios en el ámbito local. Este factor influye en el costo de ventas y márgenes operativos de PRONACA, sin embargo la compañía contrarresta este riesgo mediante estrategias de compra de materia prima a través de opciones y futuros financieros.

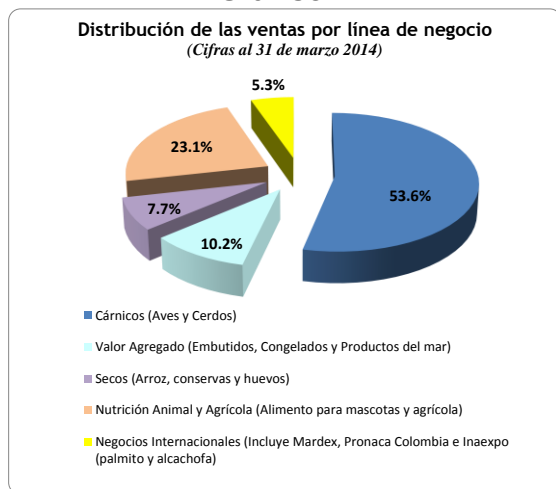
Por otro lado, PRONACA ha promovido el programa denominado “proveedores agrícolas integrados”, el mismo que les permite acceder a las cosechas de los agricultores asociados, a cambio de financiamiento y/o asesoría técnica (64% del rubro proveedores se sustenta en este programa).

El posicionamiento comercial de la compañía y mantener una relación estable con proveedores locales e internaciones, 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.

¹ INEC, IPC, Canasta básica familiar a Febrero del 2014.

▪ **PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

Gráfico 2



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

El Grupo mantiene un margen bruto diversificado, soportado en volumen por la facturación en cárnicos que representa un porcentaje importante de las ventas. La expectativa de crecimiento en los próximos años sin embargo apunta hacia segmentos que aportan con mayores márgenes de ganancia como la línea de valor agregado y el segmento de nutrición animal y agrícola.

PRONACA tiene una experiencia de 56 años en el sector alimenticio ecuatoriano, 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 importante fuente generadora de empleo e impuestos. A través de sus subsidiarias, PRONACA ha extendido sus actividades productivas y comerciales hacia Colombia, Estados Unidos, Brasil y España.

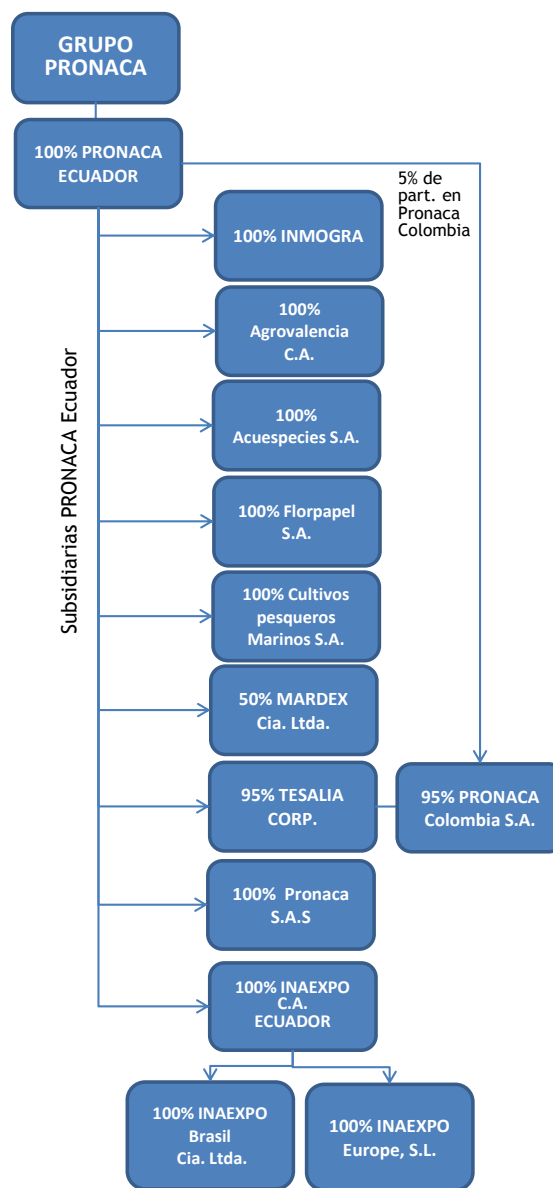
El Grupo PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial importante, conformada por 7,693 colaboradores directos (6,806 empleados en Pronaca), que atienden a 75.041 clientes entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados.

La compañía tiene un portafolio de 1,178 productos que se dirigen hacia todos los segmentos económicos de la población. La oferta incluye productos con presentaciones más pequeñas, accesibles en precio para los segmentos de ingreso medio y bajo de la población, estrategia que 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.

▪ **ESTRUCTURA DEL GRUPO**



Fuente: Estados financieros Auditados Grupo Pronaca
Elaboración: BWR

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 es la que 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.

PRONACA Ecuador y Tesalia Corp. vendieron el 100% de las acciones de PRONACA Colombia, proceso que concluyó en marzo del 2014. Para no desatender al mercado colombiano, el Grupo creó a fines del 2013 una nueva compañía, Pronaca S.A.S, que se encargará de importar desde el Ecuador y comercializar en Colombia. Actualmente por restricciones de comercio internacional esta nueva empresa no puede importar y por esta razón está operando bajo una figura de maquila.

La valoración de la inversión en Pronaca Colombia y del proyecto Produastro², del cual PRONACA Ecuador es propietario, arrojó una pérdida de USD 5.7MM y USD 5.3MM respectivamente en el año 2013.

PRONACA Ecuador genera el 97% de las utilidades operativas y es quien absorbe el apalancamiento del Grupo en igual proporción. La cabeza provee recursos a sus subsidiarias para capital de trabajo e inversiones en activos fijos o en acciones. De sus subsidiarias, sólo Inaexpo aporta con alrededor de un 4% de la utilidad operativa del Grupo, la contribución de Mardex e Inmogra es marginal a la fecha de corte (menor al 1%), mientras que Pronaca Colombia, Agrovalencia y Agroinversiones continúan generando pérdidas operativas a marzo del 2014.

PRONACA ofrece además soporte a empresas relacionadas, con quienes no consolida, como garante de pasivos de estas compañías. La cabeza del Grupo garantiza créditos por USD 10.8MM (marzo. 2014), contingente que se está incluyendo como pasivo en los indicadores de endeudamiento del Grupo.

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 las principales fortalezas del Grupo.

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. Esta política se ha cumplido anualmente. En el 2013 se concretó un reparto del 28% de las utilidades

² Proyecto hidroeléctrico que se encuentra paralizado desde el año 2010 y que contablemente consta como un activo mantenido para la venta en el Balance individual de PRONACA C.A.

generadas y la Administración proyecta una distribución similar para el año 2014.

ACCIONISTAS DE PRONACA C.A.	CAPITAL SOCIAL	PART.
HAYMARKET CAPITAL VENTURES LLP. (Inglaterra)	114,712	41.0%
KEYPOINT INVESTMENTS LIMITED COMPANY LLC. (Estados Unidos - Bahamas)	90,969	32.5%
DANPARK ENTERPRISES LIMITED LLC. (Estados Unidos - Bahamas)	26,441	9.4%
Fideicomiso GB. (Ecuador)	22,514	8.0%
Holding de Empresas Ecuatorianas HOLDECUADOR S.A. (Ecuador)	16,053	5.7%
POSTEN LIMITED LLC. (Estados Unidos - Islas Vírgenes)	5,351	1.9%
Montalvo Paredes Ximena	1,435	0.5%
Bakker Villacreces John	1,199	0.4%
Jarrín Sánchez Hugo Alejandro	1,148	0.4%
Bakker Villacreces Christian	178	0.1%
Capital Social (miles USD)	280,000	100.0%

Fuente: PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

■ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La planificación estratégica del Grupo está encaminada al fortalecimiento de las ventas en el mercado local, para lo cual se sostendrá un nivel importante de inversiones en tecnología y producción en los próximos años. A la par, el objetivo de la compañía es optimizar la eficiencia en la gestión de sus canales de ventas, y bajo esta premisa, desde el año 2013 se inició con un proyecto de reestructuración que comprende medidas de control de gastos mediante la implementación de centros de servicios compartidos.

Las inversiones en CAPEX se realizarán por montos superiores a los históricos, sustentadas en el mayor impulso que la Administración quiere dar a la línea de valor agregado (embutidos y congelados principalmente) y se vincula con la ampliación de la producción en la línea de aves y cerdos. A pesar de estas nuevas inversiones, la política de endeudamiento del Grupo según las proyecciones, continuará siendo conservadora, manteniendo una relación de deuda financiera sobre capitalización en niveles inferiores al 30%, dentro de los rangos observados históricamente (32% en promedio).

La plana gerencial de PRONACA ha mostrado estabilidad dentro de la compañía y la componen técnicos con sólida experiencia en el negocio y su entorno. En la administración de las empresas del Grupo, participan también sus accionistas que pertenecen a la tercera generación de la familia pionera de la empresa hace 50 años. 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 Directorio



cuenta con la asesoría de cuatro miembros externos y el soporte técnico de varios comités.

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 en base a estudios actuariales y lo estipulado en el código de trabajo.

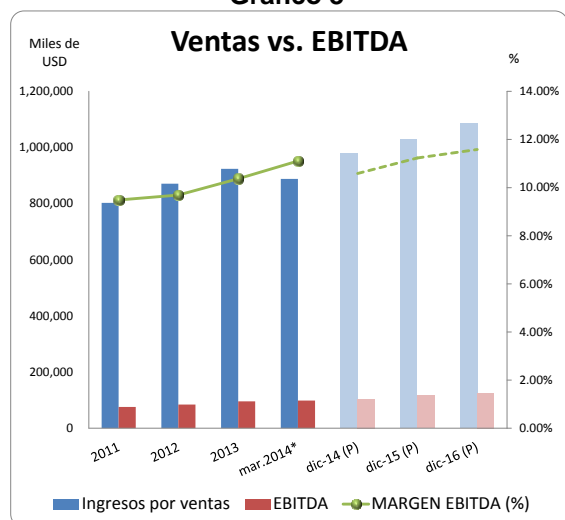
▪ **PERFIL FINANCIERO**

▪ **Presentación de Cuentas**

Este estudio se basa en los estados financieros consolidados directos del Grupo PRONACA C.A. bajo NIIF, al 31 de marzo del 2014 e históricos: 2011, 2012 y 2013 auditados por la firma Deloitte & Touche. Los informes del auditor en referencia no presentan salvedades respecto a la información financiera que reflejan, en ninguno de los años analizados.

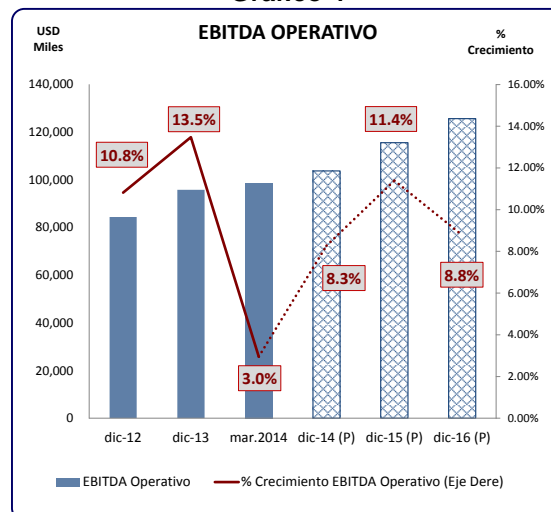
▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 3



Las cifras presentadas al 31 de marzo del 2014 están anualizadas.
Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.
Elaboración: BWR.

Gráfico 4



Las cifras presentadas al 31 de marzo del 2014 están anualizadas.
Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.
Elaboración: BWR.

El ritmo de crecimiento en las ventas consolidadas se desaceleró en el 2013, principalmente influenciadas por un menor desempeño de la línea de nutrición animal y agrícola, que es el segundo segmento que más aporta a la generación de ventas del Grupo. Esta rama del negocio registró un crecimiento de 1.9% en el 2013, cuando el año anterior creció a niveles del 15.9%.

Por otro lado, PRONACA decidió salir del negocio de comercialización de alcachofa provocando una contracción en el volumen de ventas que corresponde a negocios internacionales. De acuerdo a las proyecciones presentadas por la Administración, la tasa de crecimiento en ventas se mantendrá en niveles del 6% en los próximos años.

A pesar de este comportamiento desacelerado en ventas, el EBITDA tuvo un mejor desempeño que el año anterior, favorecido por un control de costos que benefició el margen bruto del año 2013, sumado a una mayor generación de otros ingresos financieros (crecimiento del 30.3%), los mismos que provienen del financiamiento que PRONACA otorga a agricultores. La estacionalidad en el ciclo del negocio influye en las tasas de crecimiento en ventas y EBITDA que se presentan al 31 de marzo del 2014.

La volatilidad del EBITDA está influenciada por la misma ciclicidad de la industria, cuyas materias primas están sujetas a precios internacionales. Este riesgo es compensado con una posición conservadora de deuda a nivel de Grupo 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.

Esta capacidad de la compañía se refleja en la estabilidad de los márgenes EBITDA y EBIT. La diversificación de productos y mercados que el Grupo maneja, así como la posibilidad de fijar precios en varias de sus líneas de productos contribuye a sostener estos márgenes. El EBITDA sostiene una cobertura histórica de gastos financieros de entre 6 a 8 veces, demostrando la flexibilidad de la compañía para cubrir el costo de su deuda. El costo del financiamiento es competitivo (en un rango de 7% a 8%) 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.

La expectativa de crecimiento positivo para el EBITDA en los próximos años se fundamenta en el fortalecimiento del margen bruto y en un manejo controlado de gastos operativos. El margen al menos se sostendrá en los actuales niveles gracias a las inversiones que se están realizando para impulsar el desarrollo de la línea de valor agregado, rama que aporta con mayores márgenes porcentuales. El peso del gasto operativo en relación a los ingresos se sostendrá entre un 13% a 14% bajo la perspectiva de que las inversiones en tecnología permitan generar ahorros en costos y gastos.

Los indicadores de rentabilidad continúan siendo atractivos, incluso en el 2013 que se presionaron como consecuencia de una pérdida neta no operativa de USD 8.9MM, derivada de la valoración de inversiones en subsidiarias. No obstante, estos índices recuperan su dinamismo a marzo del 2014 (ROA: 8.7%; ROE: 14.4%) y se proyectan en similares niveles para los próximos años.

▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS

	2011	2012	2013	mar-14
Total Activo Corriente	51%	54%	54%	54%
Fondos Disponibles	6%	7%	5%	10%
Inversiones mediano plazo	1%	1%	6%	2%
CxC Comerciales	13%	13%	11%	13%
Inventarios Neto	21%	24%	23%	20%
Activos biológicos	6%	6%	6%	6%
Otras cuentas por cobrar	2%	1%	1%	1%
Gastos anticipados	2%	2%	3%	3%
Total Activo No Corriente	49%	46%	46%	46%
Propiedad, planta y equipo	40%	35%	36%	35%
Activos biológicos	1%	2%	2%	2%
Propiedades de inversión	1%	3%	3%	3%
Equipo Avícola	0%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	2%	2%	2%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	2%	2%	2%	3%
Otros activos	2%	1%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

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

PASIVOS

	2011	2012	2013	mar-14
Total Pasivo Corriente	26%	29%	29%	23%
Deuda Financiera CP	7%	15%	14%	10%
Deuda Comercial	15%	10%	10%	10%
Otros Pasivos CP	4%	4%	6%	4%
Total Pasivo LP	20%	16%	15%	17%
Deuda Financiera LP	15%	11%	9%	12%
Otros pasivos LP	6%	5%	6%	5%
PATRIMONIO	54%	55%	56%	59%

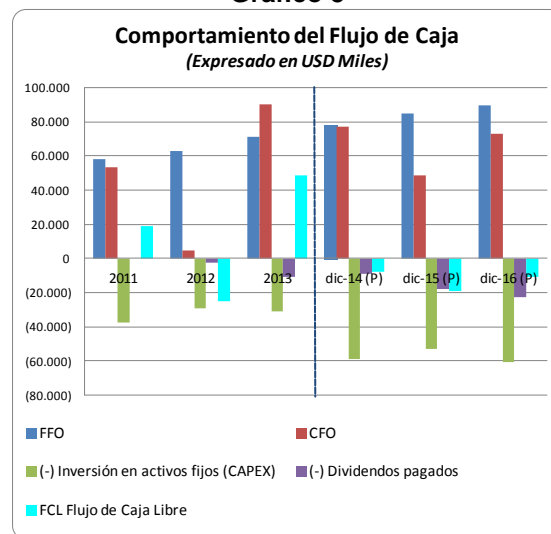
Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El Grupo a través de PRONACA es generador permanente de flujo de caja libre (FCL) positivo y generalmente suficiente para cubrir incluso los dividendos reconocidos a los accionistas y parte de otras inversiones en empresas relacionadas fuera del Grupo. La excepción se da en períodos atípicos que se producen por presiones en el capital de trabajo relacionadas con el cambio en el ciclo y estructura de abastecimiento de materias primas, vinculados a los precios y al origen de su oferta.

Este fue el caso puntual del 2012, año en el que la estructura de abastecimiento del maíz cambió hacia proveedores locales que no tienen la capacidad de financiar ni de almacenar su producción. Este cambio se dio como consecuencia de la regulación y limitación de cupos de importación hasta que la oferta de producción nacional se agote. Estos requerimientos absorbieron los fondos generados en la operación y se requirió financiar con deuda financiera las inversiones en CAPEX.

Gráfico 5



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

Los proveedores tanto locales como del exterior, que se relacionan fundamentalmente al maíz y



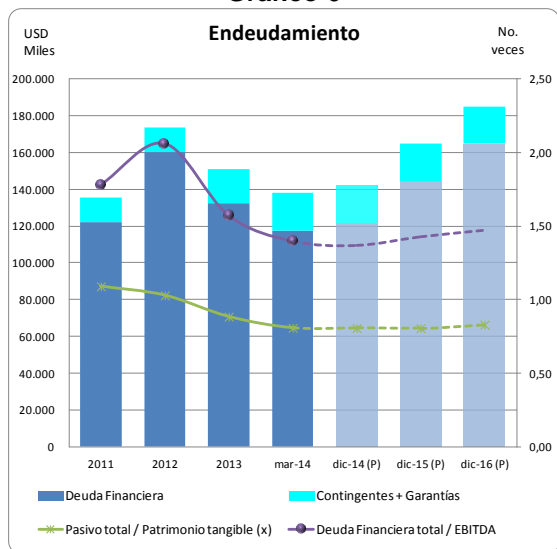
soya, ofrecen apalancamiento de corto plazo. En 2012 los días de financiamiento se redujeron en 15 días debido a que los productores nacionales (pago de contado) tienen una mayor participación en el abastecimiento de materia prima (alrededor de 70%).

La naturaleza del negocio promueve una cartera también de corto plazo y altamente diversificada tanto a nivel local como en el exterior. La relación de cartera en riesgo (sobre los 61 días de vencido) es de 4.38% de la cartera bruta, riesgo cubierto en un 126% mediante provisiones.

En el 2013 la cadena de suministro de inventario se realizó en función de la demanda, lo cual generó ahorros en el uso de capital de trabajo y redujo costos de almacenamiento de producto. La variación positiva de capital de trabajo generada en este período permitió reducir la deuda financiera en 17%, tendencia que se mantiene a la baja al 31 de marzo del 2014.

Alrededor del 60% de la deuda financiera vence en el mediano y largo plazo, permitiéndole al Grupo realizar las inversiones en CAPEX que el negocio requiere y cuyo retorno generalmente se da en el largo plazo. Esta estructura le permite además mayor holgura en su posición de liquidez.

Gráfico 6



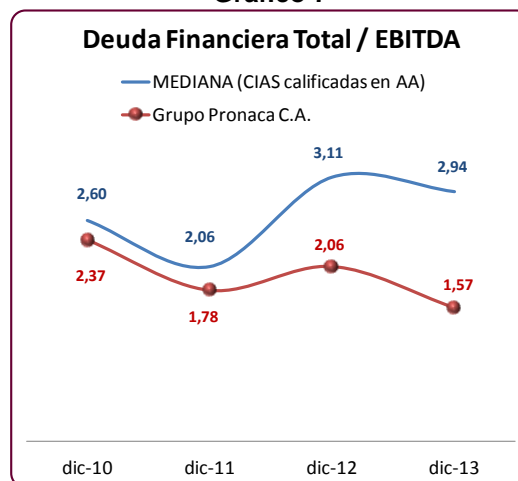
Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR

Deuda Financiera: vencimientos

Al 28 de febrero del 2014	Miles USD	%
Pagos corrientes	44.048	38,7%
Dos años	30.541	26,8%
Tres años	14.246	12,5%
Cuatro años	7.051	6,2%
Cinco años	5.546	4,9%
+ de 5 años	12.478	11,0%
Deuda Financiera total	113.911	100,0%

Si bien el patrimonio de PRONACA continúa apalancando y garantizando los negocios de sus empresas relacionadas, los indicadores de endeudamiento se mantienen en un nivel adecuado y consistente con la calificación de riesgo otorgada. Los índices de endeudamiento reflejan una posición conservadora del Grupo y su flexibilidad financiera para mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria y representa una fortaleza frente a otras empresas emisoras.

Gráfico 7



*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.; Elaboración: BWR.

El cambio en el ciclo de abastecimiento hacia una mayor participación de proveedores locales ya fue financiado en el 2012, por lo que no se esperarían nuevos requerimientos importantes en ese sentido. Las inversiones en CAPEX previstas para los próximos años (de entre USD 40MM y USD 60MM) absorberán un mayor flujo operativo pudiendo requerir de deuda financiera para ser parcialmente cubiertas. No obstante y según las proyecciones los índices de deuda financiera sobre EBITDA mantendrán su nivel bajo moderado (menor a 1.5 veces) en los próximos años.

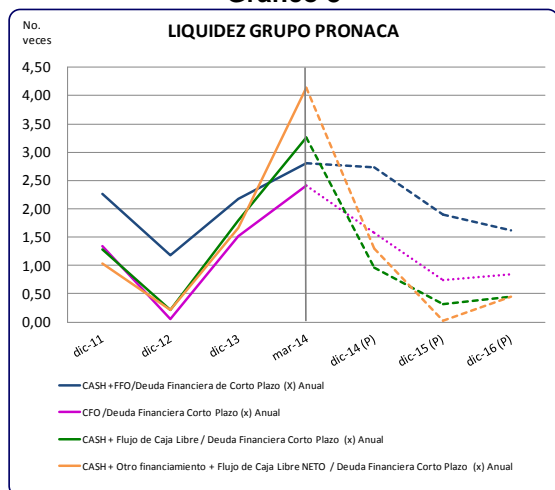
Los indicadores de endeudamiento han sido estresados restando del patrimonio los activos que no se relacionan a la gestión comercial del negocio y cuya recuperación está a discreción de los mismos accionistas y/o de sus empresas relacionadas. Se incluyen pasivos con relacionadas que tienen costo financiero, contingentes tributarios (sin intereses) y garantías sobre firmas entregadas a empresas relacionadas cuyas cifras no están consolidadas en los estados financieros del Grupo.

A mediano plazo, un escenario de desdolarización es remoto, sin embargo a la fecha de análisis el Grupo presenta una exposición cambiaria no cubierta, equivalente al 17% de su patrimonio, generada en la proporción de deuda financiera

contratada en el exterior con organismos internacionales. La deuda con el exterior representa alrededor del 54% de la deuda financiera global a mar.2014.

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**

Gráfico 8



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

Los índices de liquidez del Grupo se favorecen coyunturalmente en marzo del 2014 dado que ingresan fondos disponibles a Tesalia Corp. que provienen de la recuperación de una parte de la inversión mayoritaria que esta empresa mantenía en Pronaca Colombia. El crecimiento de los activos líquidos a la fecha de análisis es del 22%. De acuerdo a las proyecciones este excedente será utilizado en el transcurso del año, por lo que se prevé que el volumen de activos líquidos regrese al menos a los niveles observados históricamente.

Los recursos que el Grupo mantiene en fondos disponibles e inversiones que se efectivizan en el corto plazo, sumado al flujo de caja libre, son generalmente suficientes para cubrir la totalidad de la deuda financiera de corto plazo. Este comportamiento se ha mantenido históricamente con excepción del año 2012 en el que el Grupo necesitó de endeudamiento adicional para cubrir las inversiones en activo fijo, sumado a la coyuntura operativa que implicó un mayor requerimiento de capital de trabajo para pagar a proveedores.

El gráfico muestra que todos los niveles de liquidez del Grupo en escenarios normales se mueven en la misma dirección, poniendo en evidencia que los requerimientos de capital de trabajo son estables y que las inversiones se realizan en función de la generación. Las presiones en la liquidez podrían generarse en caso de que el Grupo presentara un crecimiento mayor al esperado y si se concretaran las inversiones en CAPEX que la Administración está estimando en su proyección.

El emisor PRONACA C.A. ha demostrado históricamente su capacidad para refinanciar su deuda de corto plazo gracias al posicionamiento que mantiene en el mercado, 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.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

Conforme a la certificación entregada por el Emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general y su relación con las emisiones en circulación, se indica que el Emisor está cumpliendo con los requisitos de Ley.

Fecha de corte	mar-14
Activo Líquido (USD M)	52.263
Activo Ajustado (USD M)	477.866
Activo Total (USD M)	598.766

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	59.538	59.538,00	0,88	8,03
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	115.107	174.645,10	0,30	2,74
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	66.310	240.955,00	0,22	1,98
TOTAL		240.955	240.955,00	0,22	1,98

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

** En la tercera prelación se incluye deuda garantizada de terceros relacionados.

Fuente: Estados Financieros individuales de PRONACA C.A. Elaboración: BWR.

▪ **RESGUARDOS**

No se han establecido resguardos adicionales a los que contempla la Ley.



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

Año	Operación	Monto USD Miles	Fecha de aprobación	Plazo (días)	Calificación	Calificadora
2003	Emisión de obligaciones	10,000	16-sep-03	1080	AAA	BWR
2006	Papel Comercial	10,000	06-jul-06	720	AAA	BWR
2008	Titularización de Flujos	35,000	11-dic-08	1080	AAA	BWR
	Serie A			1530		
2010	Papel Comercial	20,000	13-may-10	720	AA+	BWR
	Titularización de Flujos	50,000	25-ago-11			
2011	Serie A			1170	AAA	BWR
	Serie B			1440		
	Serie C			1890		
	Serie D			2160		
	Serie E			1170		
	Serie F			1440		
2012	Papel Comercial	40,000	26-jun-12	720	AAA	BWR

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: BWR.

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 y su cumplimiento ha sido en tiempo y forma. En el 2014 la compañía está proponiendo una nueva emisión de papel comercial por USD 90MM.

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.

GRUPO PRONACA C.A.

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14
Resumen de Resultados				
Ventas	803,034	871,109	924,341	222,028
% crecimiento	13.6%	8.5%	6.1%	-3.9%
MARGEN BRUTO (%)	18.9%	19.3%	20.2%	20.4%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76,202	84,443	95,825	24,663
MARGEN EBITDA (%)	9.5%	9.7%	10.4%	11.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76,202	84,443	95,825	24,663
MARGEN EBITDAR (%)	9.5%	9.7%	10.4%	11.1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,593	56,633	67,368	18,125
MARGEN EBIT (%)	6.1%	6.5%	7.3%	8.2%
Gasto Financiero del período	-9,391	-11,665	-12,298	-2,329
Impuestos a la renta	-8,991	-10,869	-13,175	-3,482
UTILIDAD NETA	27,114	36,589	33,951	13,202
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	31,909	45,145	58,141	71,216
Capital de Trabajo	148,561	206,606	185,343	167,537
Cuentas por Cobrar Comerciales	74,718	82,013	79,814	64,227
Inventarios	160,937	190,775	166,920	163,651
Cuentas por Pagar Proveedores	87,094	66,182	61,391	60,341
Deuda Financiera Total	135,500	173,855	150,709	137,939
Otros Pasivos	38,945	43,800	37,630	34,261
Patrimonio	300,341	335,898	360,532	373,631
Patrimonio Tangible	249,062	284,902	300,099	311,660
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	76,202	84,443	95,825	24,663
(-) Gasto Financiero del período	-9,391	-11,665	-12,298	-2,329
(-) Impuesto a la renta del período	-8,519	-9,611	-12,200	-3,651
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	58,292	63,167	71,327	18,683
(-) Variación Capital de Trabajo	-4,855	-58,568	19,001	12,560
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	53,437	4,599	90,328	31,243
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,410	2,038	4,156	1,407
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-6,979	-806	-13,075	-350
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	7,161	1,434	10,043	177
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2,752	-11,090	-8
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-37,629	-29,361	-30,980	-7,662
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-388	-488	-826	-243
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	19,012	-25,336	48,556	24,564
Margen de Flujo de Caja Libre %	2.4%	-2.9%	5.3%	11.1%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5,536	38,507	-27,646	-15,186
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-3,270	1,137	-5,781	-9,957
OTRAS INVERSIONES NETO	-6,188	-1,298	-1,648	13,814
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	-10,570	220	-488	-160
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	4,520	13,230	12,993	13,075
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	27,387	31,909	45,145	58,141
Indicadores				
FFO/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7.21	6.42	6.80	9.02
EBITDAR/cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)(x)	8.11	7.24	7.79	10.59
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8.11	7.24	7.79	10.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.78	2.06	1.57	1.40
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.36	1.52	0.97	0.68
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	31%	34%	29%	27%
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	2.26	1.18	2.17	2.81
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.34	0.05	1.52	2.41
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.28	0.22	1.79	3.26
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.04	0.21	1.67	4.13