

Ecuador
Papel Comercial – 3er Seguimiento

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

Seguimiento Calificación

Tipo de instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	último cambio
4to Programa de Papel Comercial USD 90MM	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

Grupo Pronaca C.A. USD Millones	2014	ago-2015
Activos	674.7	673.1
Ventas	979.4	667.8
Margen EBITDA (%)	10.8%	10.0%
ROA (%) *	7.1%	6.4%
Deuda / capitalización (%)	25.3%	25.5%
CFO/ Deuda financiera cp.	1.0	0.6
Cash + FCL / Deuda Fin cp.	0.6	0.2
Deuda Financiera	1.8	1.8
Total/ FFO (x)		

Fuente: Estados financieros consolidados.

*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

Carlos Ordóñez, CFA
(593 2) 226 97 67 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Lorena Oliva
(593 2) 292 24 26 ext. 108
loliva@bwratings.com

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de BankWatchRatings S.A. decidió mantener la calificación de “AAA” al programa de Papel Comercial que se analiza en este estudio. La calificación reconoce las características de corto plazo del instrumento empleado y se fundamenta en la perspectiva de que bajo condiciones previsibles de mercado el Grupo PRONACA y PRONACA de manera individual, mantendrán el desempeño positivo de su gestión operativa, bajos niveles de endeudamiento y una posición adecuada de liquidez.

La calificación considera el tamaño y el posicionamiento de PRONACA como líder en el mercado ecuatoriano, además de su diversificación en cartera de clientes, proveedores locales y del exterior, productos y su posibilidad de abarcar 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 tiene alta competencia y está parcialmente regulado. La industria está influenciada por la volatilidad de precios internacionales de materias primas, que durante el año 2015 se han mantenido con tendencia hacia la baja lo que contribuyó al margen. 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.

La empresa se enfrenta actualmente a un escenario de desaceleración en el crecimiento de ventas, debido a las condiciones macroeconómicas del país, que han influenciado a la industria en general, con una contracción del consumo. La estrategia en el corto plazo se orienta a optimizar costos y gastos en toda la cadena productiva, y con la misma estructura procurar el incremento de volúmenes sin incrementar precios. Las inversiones en CAPEX se han restringido y disminuyen a los mínimos requeridos.

Se espera que la compañía mantenga su posición conservadora de endeudamiento en los próximos años, e incluso que cancele parte de la deuda de corto plazo. De requerirse, la empresa cuenta con liquidez disponible para ser utilizada en este objetivo, en caso de que la generación del EBITDA se desacelerara en mayor medida a la proyectada. En este sentido PRONACA es una empresa que cuenta con respaldos de liquidez que le permiten tener una posición mejor frente a otros emisores, y está acorde a la calificación otorgada.

Menores ventas proyectadas bajo la perspectiva de una desestimulación de la demanda, es un factor que podría influenciar en un menor EBITDA proyectado y se podría traducir en un menor flujo de caja libre. El riesgo de refinanciamiento de la deuda de PRONACA se mitiga gracias al buen perfil de crédito, que le permitiría tener una mejor posición frente a otros en el sistema financiero local e internacional, permitiendo la disponibilidad de cupos de líneas de crédito.

FECHA COMITE: octubre 29, 2015

ESTADOS FINANCIEROS A: agosto 31, 2015

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.

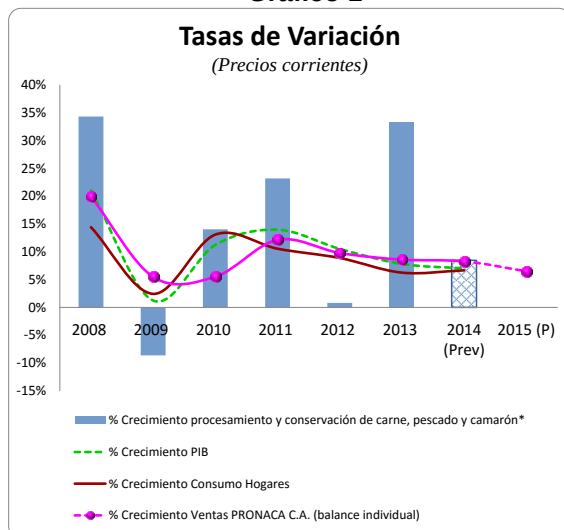


CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

4to Programa Papel Comercial			
Emisor:	PRONACA C.A.		
Monto Programa:	USD\$ 90,000.000		
Primer monto colocado:	USD\$ 50,000.000		
Saldo en circulación:	USD\$ 49,800.000		
Plazo Programa:	720 días		
	Clase 1	Monto por Serie (miles de US\$)	Plazo por Serie
	Serie A	1.300	120 días
	Serie B	950	150 días
	Serie C	14.000	180 días
	Serie D	14.750	330 días
	Serie E	19.000	359 días
Valor Nominal de Cada Título:	USD\$ 1,000.00		
Número de Títulos por Serie:	50.000		
Amortización:	Al vencimiento		
Cupón de Interés:	Cero Cupón		
Base de cálculo:	30/365		
Garantía:	General		
Destino de la Emisión:	Capital de Trabajo: 70% pago a proveedores de materia prima y 30% pago a proveedores generales.		
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.		
Agente Estructurador y Colocador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.		
Tipo de Emisión:	Desmaterializada		
Agente Pagador:	PRONACA C.A. - DCV-BCE		
Representante Obligacionistas:	Goldenbond S.A.		
No. Resolución SIC:	SCV.IRQ.DRMV.2014.2562		
Fecha autorización Programa:	27-jun-2014		
Fecha vencimiento Programa:	16-jun-2016		

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



*Datos estimados para el sector económico, incluye: Procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos, acuicultura y pesca de camarón hasta el 2014.

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

Elaboración: BWR

La perspectiva de crecimiento económico del Ecuador se ha ajustado hacia la baja para el año 2015 y 2016. Si bien al momento no existen cifras oficiales publicadas en el Banco Central del Ecuador (BCE) sobre la previsión de crecimiento del PIB en el 2016, según la última publicación se esperaba que el 2015

tenga un crecimiento en términos constantes de 0.4%, por debajo del crecimiento regional proyectado por el Banco Mundial de 0.5%.

Por su parte, la última publicación del FMI estima un decrecimiento del PIB para 2015 de 0.6% en términos constantes y un crecimiento casi nulo en 2016.¹

La perspectiva de crecimiento económico del Ecuador se ha ajustado hacia la baja para el año 2015 y 2016. Si bien al momento no existen cifras oficiales publicadas en el Banco Central del Ecuador (BCE) sobre la previsión de crecimiento del PIB en el 2016, según la última publicación se esperaba que el 2015 tenga un crecimiento en términos constantes de 0.4%, por debajo del crecimiento regional proyectado por el Banco Mundial de 0.5%. Mientras que, el escenario macroeconómico para el 2016 es más incierto, de acuerdo a un pronunciamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía ecuatoriana podría entrar en recesión (perspectiva crecimiento 0.1% en términos constantes).²

El Organismo atribuye la perspectiva negativa al debilitamiento que enfrentará la economía por la caída del precio internacional del petróleo, y la falta de liquidez por la disminución de flujo de divisas.

PRONACA desarrolla su actividad operativa, en un mercado de primera necesidad como es el alimenticio, además con una estructura diversificada de productos que se encuentran bien posicionados, y un tamaño grande, que le otorga una ventaja diferencial y una fortaleza en comparación a otros emisores que operan en otras industrias.

Por su naturaleza, la empresa 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. Desde este punto de vista, la empresa es conservadora y prevé un escenario de crecimiento cero de ventas para el año 2016.

En el 2014, la producción y procesamiento de carne, pescado y marisco contribuyó con la generación del 3.6% del PIB ecuatoriano y su consumo representa casi el 8% del ingreso familiar³, 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, según las últimas cifras publicadas por el BCE y el INEC.

Se estima que este mercado tiene una demanda elástica al precio ante la existencia de productos sustitutos, notándose un menor desempeño del sector en épocas

¹ Staff Report IMF 2015 ECUADOR septiembre, 2015.

² Staff Report IMF 2015 ECUADOR septiembre, 2015.

³ INEC, IPC, Canasta básica familiar a marzo del 2015.



de recesión económica, como el que se prevé en el próximo año.

La diversificación de productos de PRONACA así como la posibilidad de crecimiento en el exterior a través de sus subsidiarias, constituyen elementos que mitigan en alguna medida el riesgo de competencia y el riesgo local de recesión.

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.

PRONACA maneja una relación estable con proveedores locales e internacionales, y por su tamaño en el mercado tiene un alto poder de negociación. La empresa ha promovido el programa denominado “proveedores agrícolas integrados”, el mismo que le permite acceder a las cosechas de los agricultores asociados, a cambio de financiamiento y/o asesoría técnica, en cuanto a materias primas producidas localmente.

En el año 2015, la empresa se benefició de un comportamiento a la baja de los precios de las materias primas importadas, principalmente el trigo y la soya, lo que contribuyó a un mejor margen. No obstante, su volatilidad es un riesgo permanente que es parcialmente mitigado con las compras de derivados financieros, con los que mantienen un importante porcentaje de cobertura en el corto plazo.

En cuanto a productos sustitutos y directos que compiten con los de PRONACA, las salvaguardias impuestas por el Gobierno a algunas partidas de productos importados han tenido un efecto favorable en el 2015 en especial en la línea de nutrición animal. Esta tendencia se espera continúe hasta finalizar el año y durante el tiempo que la medida se mantenga en el 2016.

Otro efecto macro que ha impactado a todas las industrias ha sido la fuerte devaluación de las monedas durante el 2015, en especial la colombiana y peruana por ser importantes socios comerciales del Ecuador, lo que genera precios más altos de los productos ecuatorianos en esos mercados.

PRONACA maneja importantes ventajas competitivas que le permitirían tener una posición mejor frente a sus competidores en un escenario de mayores restricciones económicas. Además, su capacidad instalada y de distribución funciona como barrera de entrada al mercado ecuatoriano.

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

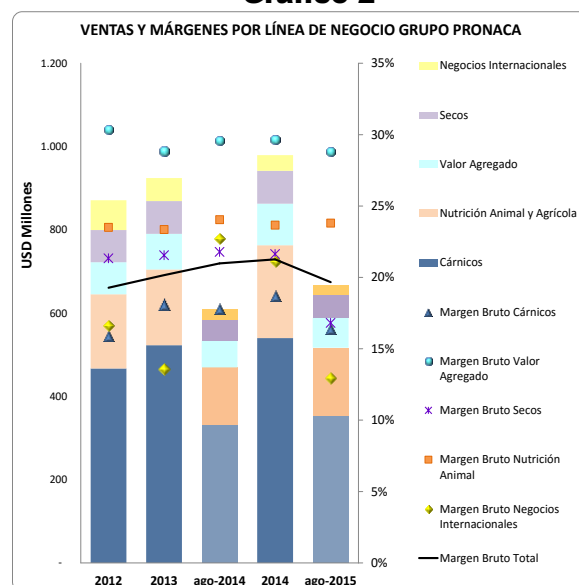
en productos, clientes y proveedores, factores que contrarrestan este riesgo.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

PRONACA es una empresa ecuatoriana con una trayectoria de 57 años en el sector alimenticio y es líder en su nicho de mercado principal. 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. PRONACA ocupa el tercer lugar dentro de los mayores empleadores del Ecuador⁴.

La empresa tiene un esquema diversificado de ventas por productos y maneja cinco líneas principales de negocio que participan del total de ventas de la siguiente forma: *Cárnicos* (53%), *Valor agregado* embutidos, congelados y productos del mar (11%), *Secos* – arroz, conservas, huevos (8%), *Nutrición animal* (24%) y *Negocios internacionales* (4%). La expectativa de crecimiento en los próximos años apunta hacia segmentos que aportan con mayores márgenes de ganancia.

Gráfico 2



Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A.

Elaboración: BWR.

El Grupo PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial y administrativa importante, conformada por 8,172 colaboradores directos (7,608 empleados en Pronaca), que atienden aproximadamente a 83,141 clientes entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados.

⁴ Superintendencia de Compañías, Ranking de Empresas 2013 por personal ocupado.



A través de sus subsidiarias, PRONACA ha extendido sus actividades productivas y comerciales hacia Colombia, Estados Unidos, Brasil y España. Por diferentes coyunturas estos mercados no se encuentran totalmente operativos a la fecha de análisis, pero tienen una expectativa de crecimiento futuro.

La compañía tiene un portafolio amplio de productos, alrededor de 800, que se comercializan bajo 26 marcas diferentes. La oferta incluye productos con presentaciones más pequeñas, asequibles 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.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

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

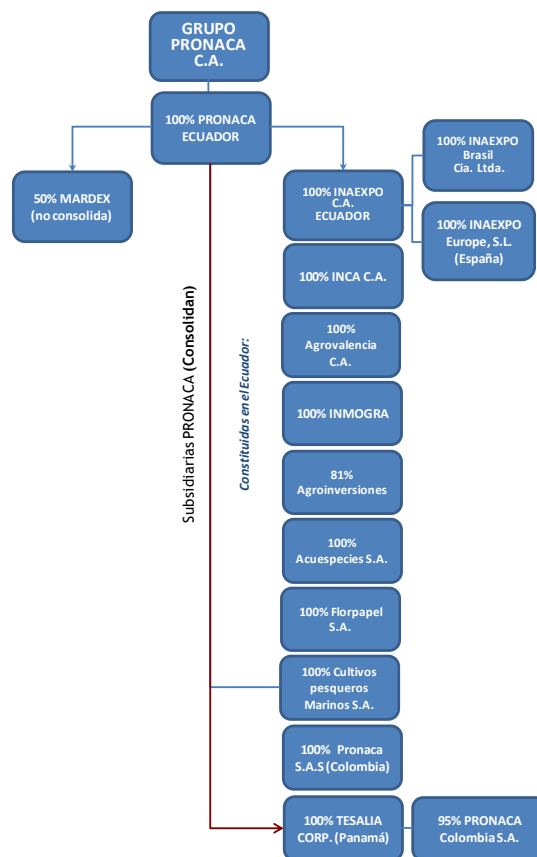
Con fines estratégicos, al cierre del año 2014 PRONACA adquiere el 100% de las acciones de la empresa Incubadora Nacional C.A. – INCA, compañía con la que PRONACA mantuvo durante varios años una relación comercial y vinculación por accionistas. Desde este año INCA forma parte del Grupo y entra dentro del proceso de consolidación de información financiera.

Por otro lado, se realizó la valoración de las inversiones en Mardex, Pronaca S.A.S y Tesalia, que en conjunto arrojó una pérdida de USD 4.74MM en el ejercicio 2014. Dado que PRONACA no tiene control operativo ni administrativo en Mardex, desde este año se dejó de consolidar información financiera con esta empresa. Como hecho subsecuente a este informe se indica que sus acciones fueron vendidas a sus socios originales.

PRONACA inició desde el año 2013 un proceso de desinversión en empresas y proyectos que no han alcanzado el punto de equilibrio o que por factores estratégicos y de mercado dejaron de ser convenientes para el Grupo, entre estas, las acciones que mantenía en PRONACA Colombia y Produastro⁵. La valoración de estas inversiones arrojó una pérdida en el 2013 de USD 5.7MM y USD 5.3MM respectivamente. Pronaca S.A.S ya no opera y se encuentra en proceso de liquidación.

Para no desatender al mercado colombiano, el Grupo creó una nueva compañía, PRONACA S.A.S, que se

dedica a importar desde el Ecuador productos del mar y comercializar en Colombia los productos que antes eran manufacturados y comercializados por Pronaca Colombia C.A. Los productos cárnicos ecuatorianos tienen restricción para importación en Colombia por lo que estos se están produciendo en ese país a través de terceros.



Fuente: Estados financieros Auditados Grupo Pronaca
Elaboración: BWR

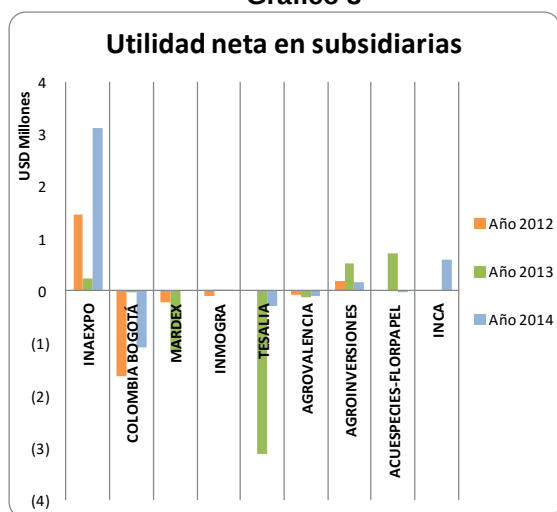
PRONACA es generador del 96% de las ventas y resultados netos del Grupo y es la empresa que absorbe el apalancamiento en igual proporción. La cabeza mantiene operaciones de tipo comercial con sus subsidiarias y en casos puntuales ha actuado como garante de pasivos de estas compañías. Por una política de la Administración, las garantías que otorga a terceros relacionados se redujeron significativamente en el año 2014. Este contingente se está incluyendo como pasivo en los indicadores de endeudamiento tanto consolidados como individuales.

De sus subsidiarias, sólo Inaexpo aporta con alrededor de un 7% de la utilidad del Grupo (1% en el 2013). La contribución de INCA, Inmogra y del Fideicomiso Agroinversiones es marginal a la fecha de corte (1.69% en conjunto), el resto de inversiones continúan generando pérdidas, que son poco representativas en relación al flujo positivo que genera PRONACA periódicamente y que en todo caso son actualmente menores a su historia inmediata anterior.

⁵ 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.



Gráfico 3



Fuente: PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

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.

El reparto de dividendos en los últimos años no ha superado el 32% como una política de soporte aceptada por los accionistas, aunque esta decisión se vincula también con una restricción establecida en el contrato suscrito con la Corporación Andina de Fomento (CAF), acreedor del Grupo.

Al mes de agosto 2015, se refleja una variación patrimonial mayor, pues además del reparto del dividendo que representó el 33%, se realizó un pago de utilidades acumuladas por USD 10.3 MM, que es puntual y no implica un cambio en la política de dividendos, la que se mantendría para las utilidades del 2015 y 2016.

ACCIONISTAS DE PRONACA C.A.	PART.
HAYMARKET CAPITAL VENTURES LLP. (Inglaterra)	40,97%
KEYPOINT INVESTMENTS LIMITED COMPANY LLC. (Estados Unidos - Bahamas)	32,49%
DANPARK ENTERPRISES LIMITED LLC. (Estados Unidos - Bahamas)	9,44%
Fideicomiso GB. (Ecuador)	8,04%
Holding de Empresas Ecuatorianas HOLDECUADOR S.A. (Ecuador)	5,73%
POSTEN LIMITED LLC. (Estados Unidos - Islas Vírgenes)	1,91%
Otros (< 1%)	1,41%
TOTAL	100%

Fuente: PRONACA C.A. Elaboración: BWR.

■ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

En un escenario de menor liquidez como el actual en el Ecuador, la planificación estratégica ha tenido que ajustarse a las circunstancias, de manera que las inversiones proyectadas hasta el inicio del año 2015 se han restringido, dando prioridad a precautelar la liquidez del Grupo.

Para el año 2015, la empresa ha disminuido el monto previsto de inversión y se ha enfocado en terminar proyectos de eficiencia y de medio ambiente, con los que ya estaba comprometida. En el 2016, se realizarán las inversiones necesarias de mantenimiento, en un monto similar al del 2015, y no se espera ninguna inversión en proyectos de expansión.

De esta misma forma, la proyección en cuanto al endeudamiento también ha disminuido, la empresa espera cancelar parte de la deuda financiera de corto plazo en el 2016, e impulsar un reemplazo del apalancamiento hacia el largo plazo (60% esperado).

Siendo PRONACA una empresa cuyo capital de trabajo depende de las fluctuaciones cíclicas de los precios al tener altos componentes de materias primas agrícolas volátiles en su proceso de producción, la Administración tiene especial enfoque en el manejo adecuado de los inventarios y el financiamiento a través de proveedores.

El enfoque comercial dirigirá los esfuerzos a impulsar los productos de la base de la pirámide, con una estrategia de precios competitivos. Por otra parte, continuarán con la estrategia de buscar la optimización de gastos para ganar eficiencia en la gestión de sus canales de ventas, y bajo esta premisa, continuarán con el proyecto de reestructuración en la distribución y los centros compartidos.

En relación al Gobierno Corporativo, 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 último 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

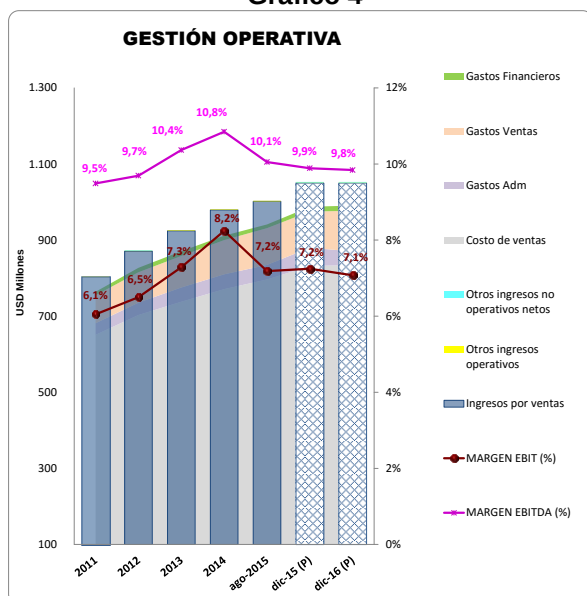
La capacidad de pago del Emisor se determina en función del análisis de los estados financieros tanto individuales como consolidados debido a que PRONACA C.A. como cabeza del Grupo ha transferido en el pasado una porción de sus flujos a empresas relacionadas a través de inversiones y/o préstamos, incluso hacia algunas empresas con las que no consolida balances.

Este estudio se basa en los estados financieros consolidados e individuales directos con corte al 31 de agosto del 2015, presentados bajo NIIF e históricos: 2011, 2012, 2013 y 2014 auditados por la firma Deloitte & Touche (D&T). Los informes del auditor en referencia en ninguno de los años analizados presentan salvedades respecto a la información financiera que reflejan.

Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de PRONACA C.A. y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores. En todos los gráficos presentados a lo largo del informe, a menos que se indique lo contrario, se han considerado cifras consolidadas del GRUPO PRONACA.

Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 4



Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A. Elaboración: BWR.
*Ventas agosto 2015 anualizadas sin considerar factores estacionales

Las ventas del Grupo al mes de agosto 2015 ascendieron a USD 667 MM, esto significa un crecimiento anualizado sin considerar factores estacionales de 2.28%, y frente a agosto 2014 presenta un crecimiento de 9.78% inter anual. Dadas las condiciones macroeconómicas actuales, la perspectiva es que el último trimestre del año sea de

desaceleración, de manera que la perspectiva ajustada de crecimiento en la proyección de ventas es de 7.2% hasta finalizar el 2015.

En relación al año 2016, la Administración estima un escenario aún más conservador, y no se proyecta crecimiento de ventas. La estrategia estará orientada a aumentar la eficiencia de la operación de forma que, con la misma capacidad actual, se incrementen los volúmenes de ventas, manteniendo precios competitivos.

El margen bruto a nivel Consolidado y de PRONACA individual se ha fortalecido en el tiempo, y durante el 2015 se ha beneficiado de una tendencia permanente a la baja del precio de la materia prima. Debido a las condiciones de cosecha actual y al comportamiento de la demanda internacional, se podría prever dicha estabilidad en el corto plazo, además que la empresa cuenta con derivados financieros que le permiten cubrir el riesgo de volatilidad hasta en 60% con relación al aprovisionamiento del primer semestre 2016.

De esta forma, no se prevén riesgos evidentes que afecten el margen en este sentido, y se esperaría que la empresa a nivel consolidado incluyendo el apartado de integrados, pueda mantener el margen bruto de 20.5% de agosto, hasta diciembre y se proyecta uno similar en el 2016.

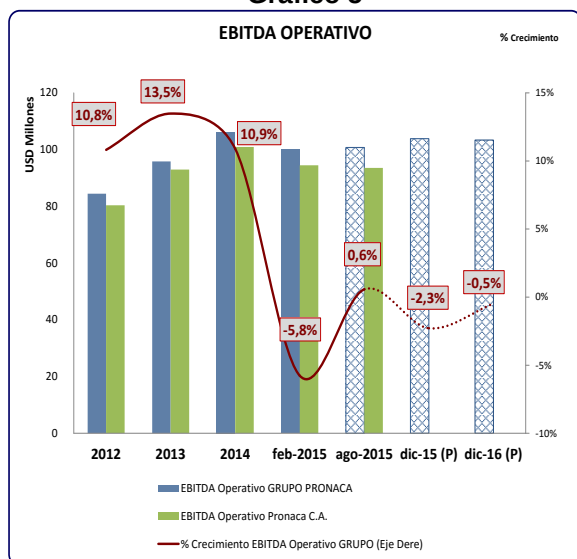
Las políticas de control de gasto y eficiencia permitirían mantener un peso del gasto operativo estables en relación a los ingresos entre 13% y 13.5% en los dos siguientes períodos.

El costo del financiamiento es competitivo (8.34% al mes de agosto 2015) 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. Sin embargo, se espera un incremento en el costo financiero por una menor liquidez en el sistema financiero.

El comportamiento estable del margen bruto, sumado a un gasto operativo de crecimiento controlado, ha permitido que el EBITDA mantenga un desempeño positivo, aunque con signos de desaceleración frente al año anterior. Al mes de agosto 2015, tanto en balance consolidado como en PRONACA individual, el EBITDA generado alcanza aproximadamente el mismo volumen del período 2014. En cifras proyectadas, se estima que el volumen del EBITDA del Grupo decrecería 2.2% anual en el 2015, y -0.5% en el 2016. Esto bajo el escenario previsible macroeconómico previsible al momento.

La volatilidad histórica del EBITDA ha estado influenciada por la misma ciclicidad de la industria, mientras que en la actualidad la incertidumbre de los factores macroeconómicos y el comportamiento de la demanda son elementos de mayor influencia en la proyección de los resultados operativos.

Gráfico 5



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.
Elaboración: BWR.

*EBITDA agosto 2015 anualizadas sin considerar factores estacionales

Al mes de agosto 2015, los indicadores de rentabilidad son atractivos, 6,4% de ROA y 10,5% de ROE, aunque algo menores a los del año anterior; se estima que estos podrían mantenerse en niveles similares con los resultados proyectados para el 2015 y 2016.

La industria en general en el país enfrenta grandes desafíos con una coyuntura de decrecimiento económico para el año 2016.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	2013	2014	ago-15
Total Activo Corriente	54,6%	56,5%	51,4%
Fondos Disponibles	9,6%	7,6%	6,6%
Inversiones mediano plazo	2%	5%	1%
CxC Comerciales	13,1%	14,3%	12,1%
Inventarios Neto	19,8%	21,5%	23,1%
Activos biológicos	5,9%	5,7%	6,3%
Otras cuentas por cobrar	1,5%	1,1%	0,6%
Gastos anticipados	2,8%	1,9%	1,8%
Total Activo No Corriente	45,4%	43,5%	48,6%
Propiedad, planta y equipo	34,9%	33,8%	35,1%
Activos biológicos	1,7%	1,7%	1,8%
Propiedades de inversión	2,7%	2,7%	2,7%
Equipo Avícola	0,3%	0,5%	0,5%
Inversiones Emp. Relac.	2,9%	0,7%	0,4%
Activos Intangibles y Diferidos	2,6%	3,1%	3,2%
Otros activos	0,4%	0,9%	4,9%
Total Activo	100,0%	100,0%	100,0%

PASIVOS

Cuenta	2013	2014	ago-15
Total Pasivo Corriente	23,3%	30,4%	28,1%
Deuda Financiera CP	9,8%	11,6%	10,6%
Deuda Comercial	9,7%	13,4%	11,4%
Otros Pasivos CP	3,8%	5,4%	6,2%
Total Pasivo LP	17,4%	11,3%	13,0%
Deuda Financiera LP	12,0%	6,0%	7,3%
Otros pasivos LP	5,4%	5,3%	5,7%
PATRIMONIO	59,3%	58,3%	58,8%

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

▪ FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

PRONACA ha sido históricamente una empresa generadora de flujo operativo positivo, a partir de un EBITDA creciente en los períodos analizados. Al flujo de fondos operativo (FFO) ha sumado, en la mayoría de períodos, una variación de capital de trabajo positiva, que refleja la capacidad de la empresa de manejo operativo con financiamiento comercial adecuado, así como una ordenada administración de la cartera de clientes y de los inventarios, aun considerando que la empresa enfrenta permanentemente la volatilidad del costo de la materia prima.

La naturaleza del negocio promueve una cartera de corto plazo (de 35 días en promedio) y diversificada tanto a nivel local como en el exterior. El riesgo de la cartera local se concentra en 5 clientes principales, en su mayor parte autoservicios, que representan alrededor del 30% de la cartera bruta. La relación de cartera en riesgo (sobre los 45 días de vencido) es de 3,52% de la cartera bruta (año 2014), riesgo cubierto en un 131% mediante provisiones.

La empresa obtiene apalancamiento comercial con los proveedores tanto locales como del exterior, que se relacionan fundamentalmente al maíz y soya, en el corto plazo. A partir del año 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. La proyección 2016 estima que se ampliará en cinco días promedio de las cuentas por pagar, debido a la capacidad de negociación de PRONACA con sus proveedores.

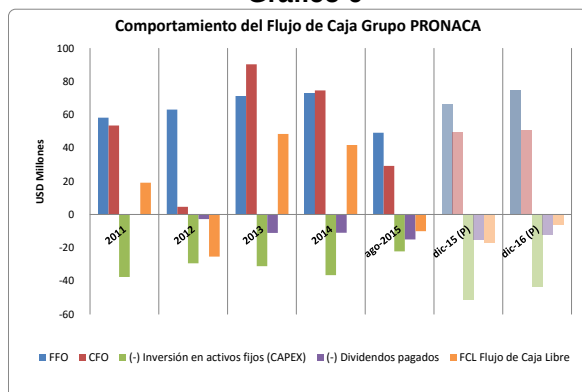
El CFO⁶ del Grupo ha sido suficiente para cubrir el CAPEX e intangibles, los dividendos reconocidos a los accionistas y parte de otras inversiones en empresas relacionadas, inclusive en empresas fuera del Grupo.

⁶ CFO = Flujo de Caja Operativo



Como se puede observar en el gráfico anterior, dichos rubros tienen un comportamiento estable en el tiempo, con una clara política de reparto de dividendos y una programación de inversión en activos fijos acorde a la capacidad del Grupo de generación, de forma que ha obtenido flujos de caja libre positivos en la mayor parte de años analizados.

Gráfico 6



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

Según la proyección inicial, la previsión indicaba que el año 2015 fuera un período de expansión en inversiones de activos fijos con el objetivo de tecnificar en mayor medida las plantas, y así ganar más eficiencia en los procesos productivos. No obstante, frente a una desaceleración general del mercado y de la economía a lo largo del año, la Administración adopta una posición más conservadora, y las inversiones previstas así como su financiamiento se reduce en la proyección en alrededor del 22%. Se mantienen las inversiones requeridas para mantenimiento de plantas, y proyectos de eficiencia y medio ambiente que ya comenzaron a desarrollarse en el presente año.

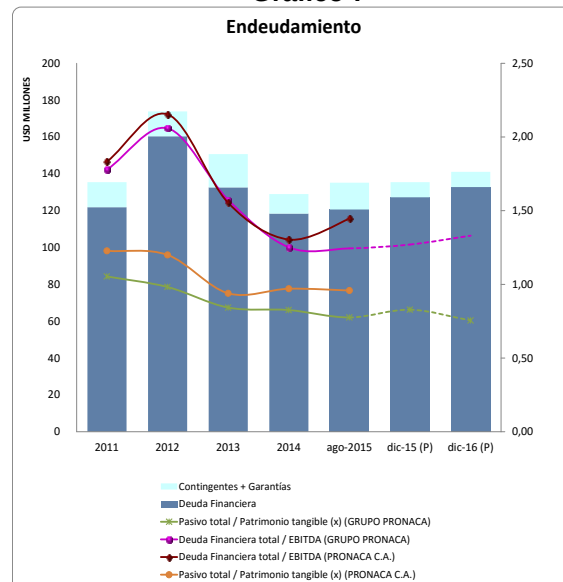
Las inversiones en CAPEX previstas para los años 2015 y 2016, eran de USD 68 y USD 70MM cada año para lo que la empresa requeriría deuda financiera adicional para ser parcialmente cubiertas. No obstante, bajo un escenario más conservador la proyección actual se encuentra entre USD 54 MM y USD 47 MM respectivamente para estos años.

Históricamente PRONACA se ha apalancado principalmente con su patrimonio que se fortalece con la incorporación de la mayor parte de utilidades. La relación de deuda sobre capitalización del Grupo al mes de agosto 2015 es de 24% (30% promedio histórico).

Los indicadores de endeudamiento, tanto en relación al patrimonio como respecto al EBITDA se mantienen en rangos conservadores y consistentes con la calificación de riesgo otorgada. Esta posición de bajo endeudamiento refleja la flexibilidad financiera de la empresa para mitigar los riesgos y la volatilidad de la industria y representa una fortaleza frente a otras empresas emisoras. La proyección es que dichos

índices se mantengan en porcentajes similares a los actuales, una vez que se restringirían las necesidades de financiamiento adicional para la inversión de CAPEX.

Gráfico 7



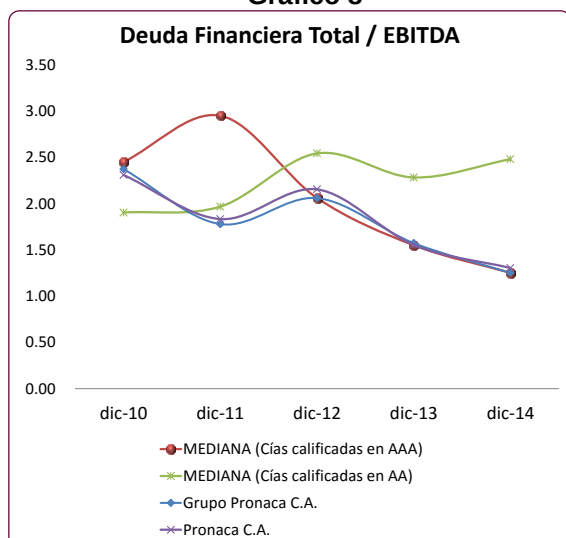
Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.
Elaboración: BWR

Los créditos contratados con algunos organismos multilaterales establecen condiciones en cuanto a límites de endeudamiento y liquidez, factor que apoya a que la empresa sostenga posiciones holgadas mientras estos créditos se encuentren vigentes. El EBITDA sostiene una cobertura histórica de gastos financieros de entre 5 a 11 veces (10.33 veces a agosto 2015), demostrando la flexibilidad de la compañía para cubrir el costo de su deuda. La generación operativa del Grupo alcanzó a cubrir en 2.05 veces las inversiones en CAPEX que fueron ejecutadas en el año 2014 (1.32 agosto 2015).

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. Hasta el seguimiento anterior se incluían contingentes tributarios (sin intereses) y garantías sobre firmas entregadas a empresas relacionadas cuyas cifras no están consolidadas en los estados financieros del Grupo. Sin embargo, al mes de agosto 2015, este monto disminuyó debido a que la empresa se acogió a la amnistía tributaria propuesta por el ente regulador, de forma que hizo un pago extraordinario y dejó subsanado el contingente.



Gráfico 8



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

Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.

Elaboración: BWR.

La deuda financiera del Grupo está diversificada en créditos provenientes de organismos multilaterales, bancos locales, una titularización de flujos futuros y la deuda de largo plazo.

El 43% de la deuda financiera vence en el largo plazo, permitiéndole al Grupo realizar parte de las inversiones en CAPEX que el negocio requiere y cuyo retorno también se da generalmente en un horizonte de planificación de largo plazo. Esta estructura le permite además mayor holgura en su posición de liquidez. La empresa está analizando alternativas que le permitan mejorar este porcentaje hasta el 60%.

Deuda Financiera: vencimientos

GRUPO PRONACA - Agosto 2015

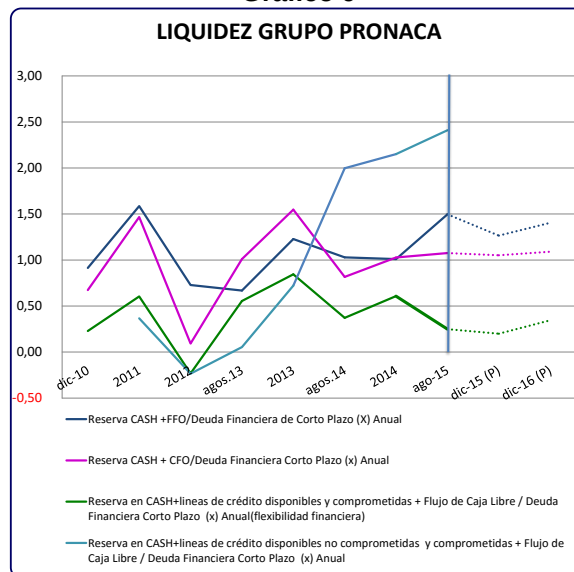
Año de vencimiento	Miles USD	%
2015	70,919	58.8%
2016	11,016	9.1%
2017 en adelante	38,693	32.1%
Deuda Financiera total	120,628	100.0%

El Grupo presenta una deuda financiera en dólares americanos contratada en el exterior con organismos internacionales. La deuda con el exterior representa alrededor del 34% de la deuda financiera global del Grupo a agosto del 2015.

Si bien PRONACA cuenta líneas de crédito abiertas que han sido contratadas en el exterior y que podrían refinanciarse en el mediano plazo, la compañía procurará en lo posterior concentrar mayor financiamiento en el mercado local frente a un eventual escenario de desdolarización, pese a una condición de restricción de liquidez actual en el sistema financiero.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.

Elaboración: BWR

Cabe indicar que además de los fondos disponibles y equivalentes de efectivo que la empresa maneja para su operación (USD 48 MM a agosto-2015), PRONACA mantiene a la fecha de análisis inversiones considerables líquidas por USD 33 MM, que servirían como un contingente de liquidez en caso de requerirlo.

El flujo de caja libre neto, sumado a las reservas de liquidez que Grupo PRONACA mantuvo en el año 2014 permitió cubrir alrededor del 61% de la deuda financiera de corto plazo, sin embargo si se incluyen a las líneas de crédito disponibles a la fecha de análisis, la cobertura alcanza las dos veces, aunque en el corto plazo se considera más incierto por lo que las líneas cobran menor incidencia. Cabe indicar que las líneas de crédito de bancos locales y del exterior concedidas a favor de Grupo PRONACA no están comprometidas.

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.

Al mes de agosto 2015, el flujo de caja libre (FCL) más la liquidez disponible cubriría el 25% de la deuda financiera de corto plazo, si se incluyen las líneas de crédito disponibles el indicador sube a 2 veces.

Está previsto que los indicadores de liquidez hasta finalizar el 2015 y en el 2016 se presionen a nivel de flujo de caja libre por una menor generación y mayor requerimiento de inversiones respecto al 2014. No obstante, 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 y su buena percepción como



sujeto de crédito en el sistema financiero local e internacional.

En estos períodos no se han considerado las líneas de crédito disponibles, pues aun con la confirmación de los bancos locales, debido a la menor liquidez del sistema, de forma conservadora no se las toma en el cálculo del índice en estos períodos.

■ POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

A continuación se detalla la prelación de los pasivos, de acuerdo a la Ley, donde la emisión analizada se encontraría en la tercera prelación:

Fecha de corte	ago-15
Activo Líquido (USD M)	30.588
Activo Ajustado (USD M)	565.057
Activo Total (USD M)	664.655

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	66.357	66.357	0,46	8,52
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	103.253	169.610	0,18	3,33
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	104.115	273.725	0,11	2,06
TOTAL		273.725	273.725	0,11	2,06

*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.

Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa. 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.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 70% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 30% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como su valor de

liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

■ 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 SIC	Plazo (días)	Fecha de vencimiento	Calificación	Calificadora
2011	Titularización de Flujos	50,000	16-ago-11				
	Serie B			1440	28-ago-15		
	Serie C			1890	29-nov-16	AAA	BWR
	Serie D			2160	29-ago-17		
	Serie F			1440	17-oct-15		
2014	Papel Comercial	90,000	27-jun-14	720	16-jun-16	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 vigente constituye la séptima experiencia de la empresa en el mercado de valores. Todas las operaciones hasta el momento han sido colocadas en el mercado primario en los sectores privado e institucional, en plazos cortos y medianos, y su cumplimiento ha sido siempre en tiempo y forma.

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	dic-14	ago-15
Resumen de Resultados					
Ventas	803.034	871.109	924.341	979.410	667.837
% crecimiento	13,6%	8,5%	6,1%	6,0%	2,3%
MARGEN BRUTO (%)	18,9%	19,3%	20,2%	21,3%	20,5%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76.202	84.443	95.825	106.261	67.135
MARGEN EBITDA (%)	9,5%	9,7%	10,4%	10,8%	10,1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76.202	84.443	95.825	106.261	67.135
MARGEN EBITDAR (%)	9,5%	9,7%	10,4%	10,8%	10,1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48.593	56.633	67.368	80.736	47.991
MARGEN EBIT (%)	6,1%	6,5%	7,3%	8,2%	7,2%
Gasto Financiero del período	-9.391	-11.665	-12.298	-11.686	-6.497
Impuestos a la renta	-8.991	-10.869	-13.175	-19.119	-11.548
UTILIDAD NETA	27.114	36.589	33.951	45.293	28.064
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	31.909	45.145	58.141	51.413	44.448
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	4.954	3.943	1.861	5.656	32.876
Capital de Trabajo	148.561	206.606	185.343	200.863	215.055
Cuentas por Cobrar Comerciales	74.718	82.013	79.814	96.454	81.494
Inventarios	160.937	190.775	166.920	195.174	210.137
Cuentas por Pagar Proveedores	87.094	66.182	61.391	90.765	76.576
Deuda Financiera Total	135.500	173.855	150.709	132.966	125.282
Otros Pasivos	38.945	43.800	37.630	58.038	75.384
Patrimonio	300.341	335.898	360.532	393.117	395.809
Patrimonio Tangible	257.612	298.500	314.925	358.716	363.519
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	76.202	84.443	95.825	106.261	67.135
(-) Gasto Financiero del período	-9.391	-11.665	-12.298	-11.686	-6.497
(-) Impuesto a la renta del período	-8.519	-9.611	-12.200	-21.267	-11.402
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	58.292	63.167	71.327	73.308	49.236
(-) Variación Capital de Trabajo	-4.725	-58.552	19.065	1.376	-19.984
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	53.567	4.615	90.392	74.684	29.252
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3.410	2.038	4.156	3.279	2.114
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-6.979	-806	-13.075	-5.769	-4.142
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	7.161	1.434	10.043	18.630	1.481
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2.752	-11.090	-11.000	-15.039
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-37.629	-29.361	-31.102	-36.496	-22.191
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-388	-488	-826	-1.482	-1.542
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	19.142	-25.320	48.498	41.846	-10.067
Margen de Flujo de Caja Libre %	2,4%	-2,9%	5,2%	4,3%	-1,5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5.406	38.491	-27.710	-14.255	2.216
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-3.270	1.137	-5.781	-543	4.198
OTRAS INVERSIONES NETO	-6.188	-1.298	-1.526	-33.777	-3.313
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	-10.570	220	-488	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	4.520	13.230	12.993	-6.729	-6.966
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	27.387	31.909	45.145	58.141	51.413
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7,21	6,42	6,80	7,27	8,58
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	8,11	7,24	7,79	9,09	10,33
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8,11	7,24	7,79	9,09	10,33
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	6,70	1,40	8,35	7,39	5,50
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (x)	0,32	-0,46	0,77	0,45	-0,40
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1,42	0,16	2,91	2,05	1,32
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1,78	2,06	1,57	1,25	1,24
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1,36	1,52	0,97	0,77	0,80
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	31%	34%	29%	25%	24%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	1,59	0,73	1,23	1,01	1,50
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,47	0,09	1,55	1,03	1,08
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0,60	(0,23)	0,84	0,61	0,25
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,37	(0,23)	0,72	0,17	0,24
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,37	(0,23)	0,72	2,15	2,41
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,60	(0,23)	0,84	2,59	2,42

PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS PRONACA C.A.

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	ago-15
Resumen de Resultados					
Ventas	728.863	800.191	868.917	940.926	640.254
% crecimiento	12,2%	9,8%	8,6%	8,3%	2,1%
MARGEN BRUTO (%)	19,3%	19,5%	20,6%	21,2%	20,3%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	70.105	80.360	92.955	100.925	62.349
MARGEN EBITDA (%)	9,6%	10,0%	10,7%	10,7%	9,7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	70.105	80.360	92.955	100.925	62.349
MARGEN EBITDAR (%)	9,6%	10,0%	10,7%	10,7%	9,7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	47.211	54.567	66.348	76.339	43.909
MARGEN EBIT (%)	6,5%	6,8%	7,6%	8,1%	6,9%
Gasto Financiero del período	-8.596	-10.490	-11.348	-11.217	-6.341
Impuestos a la renta	-8.216	-9.887	-12.284	-18.018	-10.267
UTILIDAD NETA	34.281	36.969	33.763	43.744	24.750
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	26.313	35.972	42.173	42.173	30.588
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	4.954	3.943	1.861	4.236	12.278
Capital de Trabajo	134.447	191.038	177.043	187.959	200.992
Cuentas por Cobrar Comerciales	64.247	72.485	73.940	90.481	73.251
Inventarios	152.486	180.590	160.847	187.447	202.472
Cuentas por Pagar Proveedores	82.286	62.037	57.744	89.969	74.731
Deuda Financiera Total	128.484	173.062	144.346	131.608	125.281
Otros Pasivos	34.040	39.133	36.761	53.162	69.059
Patrimonio	306.603	340.820	363.493	396.237	395.587
Patrimonio Tangible	207.507	236.353	270.388	297.989	295.989
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	70.105	80.360	92.955	100.925	62.349
(-) Gasto Financiero del período	-8.596	-10.490	-11.348	-11.217	-6.341
(-) Impuesto a la renta del período	-7.794	-8.745	-11.304	-20.194	-10.121
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	53.715	61.125	70.303	69.514	45.887
(-) Variación Capital de Trabajo	-6.738	-57.464	13.257	1.694	-21.472
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	46.977	3.661	83.560	71.208	24.415
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3.460	2.071	2.888	3.131	1.875
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-434	-12.821	-4.315	-4.572
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	2.218	-1.023	6.611	3.840	1.290
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2.752	-11.090	-11.000	-15.039
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-30.478	-27.137	-31.903	-37.268	-21.987
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-379	-2.095	-826	-1.482	-1.542
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	21.798	-27.709	36.419	24.114	-15.560
Margen de Flujo de Caja Libre %	3,0%	-3,5%	4,2%	2,6%	-2,4%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	8.364	44.714	-32.789	-9.741	3.573
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-6.767	419	2.140	268	1.171
OTRAS INVERSIONES NETO	-23.051	-7.765	431	-14.646	-753
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	344	9.659	6.201	-5	-11.569
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	25.969	26.313	35.972	42.173	42.173
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7,25	6,83	7,20	7,20	8,24
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8,16	7,66	8,19	9,00	9,83
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8,16	7,66	8,19	9,00	9,83
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	3,73	-3,01	4,90	2,16	-3,91
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0,51	-0,47	0,57	0,20	-0,53
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1,54	0,13	2,62	1,91	1,11
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1,83	2,15	1,55	1,30	1,34
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1,46	1,71	1,10	0,89	1,01
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	30%	34%	28%	25%	24%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1,70	0,71	1,30	0,96	1,14
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,50	0,08	1,54	0,98	0,69
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0,77	(0,26)	0,69	0,37	(0,16)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,09)	(0,34)	0,74	0,18	(0,15)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,09)	(0,34)	0,74	0,18	(0,15)
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,77	(0,26)	0,69	0,37	(0,16)



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2014.