

Ecuador
Papel ComercialProcesadora Nacional de Alimentos C.A.
PRONACA

Cuarto Seguimiento

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	oct-2015
Activos	674.7	673.4
Ventas	979.4	837.9
Margen EBITDA (%)	10.8%	10.0%
ROA (%) *	7.1%	6.3%
Deuda / capitalización (%)	25.3%	24.3%
CFO/ Deuda financiera CP.	1.0	1.1
Cash + FCL / Deuda Fin CP.	0.6	0.2
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	1.8	1.7

* Indicador anualizado para periodos interinos

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 226 9767 ext. 103
ppinto@bwratings.com

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@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.

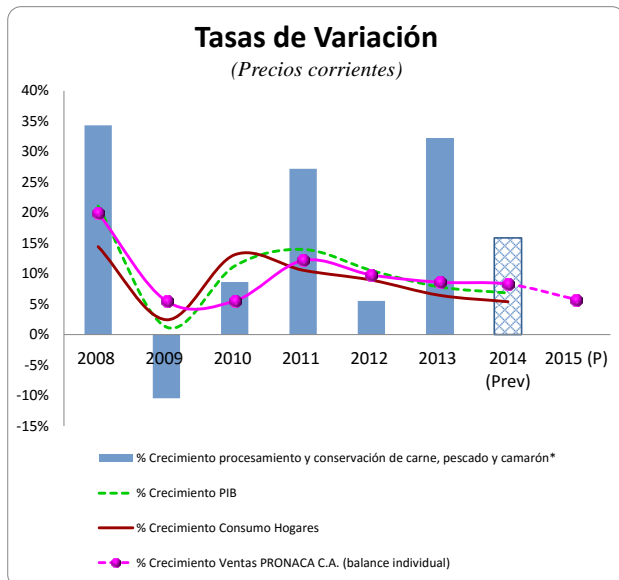
Menores ventas proyectadas bajo la perspectiva de una desestimulación de la demanda, es un factor que podría influenciar en un menor EBITDA proyectado y se podría traducir en un menor flujo de caja libre. El riesgo de refinanciamiento de la deuda de PRONACA se mitiga gracias al buen perfil de crédito, 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.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

4to Programa Papel Comercial	
Emisor	PRONACA C.A.
Monto Programa	USD\$ 90,000.000
Saldo en circulación	USD\$ 50,649.000
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés	Cero Cupón
Base de cálculo	30/365
Garantía	General
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

esperaría 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 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 3.9% del PIB ecuatoriano y su consumo representa casi el 7% del ingreso familiar, 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 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.

¹ Staff Report IMF 2015 ECUADOR septiembre, 2015.



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 fundada en 1979 y forma parte de una trayectoria empresarial que inicia en 1957. La empresa participa en el sector alimenticio y es líder en su nicho de mercado principal. Es la sexta compañía con mayor volumen de ingresos a nivel nacional², y

ocupa el tercer lugar dentro de los mayores empleadores del Ecuador³.

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%). Además se ha incorporado desde septiembre de este año una línea de distribución de productos de terceros, aunque aún no registra ingresos por este concepto a la fecha de corte.

La empresa mantiene como estrategia buscar mayor crecimiento en los próximos años en los segmentos que aportan con mayores márgenes de ganancia.

El Grupo PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial y administrativa importante, conformada por más de 8,300 colaboradores directos, que atienden aproximadamente a más de 83,000 clientes entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados.

A través de sus subsidiarias, PRONACA ha extendido sus actividades productivas y comerciales hacia Colombia, Estados Unidos, Brasil y España, aunque en los últimos tres años el Grupo ha salido de la mayoría de las operaciones que no cumplían con sus expectativas de crecimiento y rentabilidad. En el mediano plazo no se esperan nuevos emprendimientos significativos en este aspecto.

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

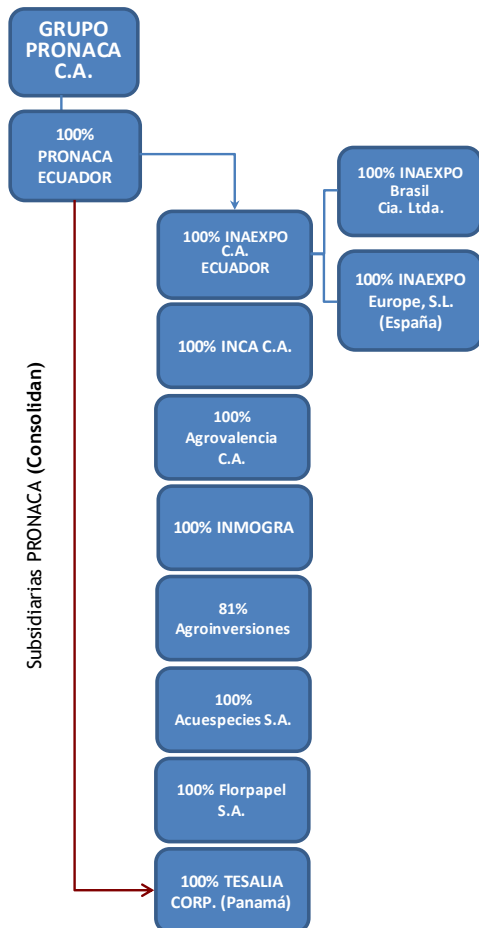
PRONACA es la cabeza del Grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas que tienen los mismos fines de producción y comercialización de alimentos con o sin valor agregado a nivel local e internacional, con excepción de Inmogra, que es una compañía inmobiliaria.

La mayoría de subsidiarias fueron creadas o adquiridas para canalizar inversiones estratégicas de diversificación de productos y mercados, y por

² EKOS, Ranking empresarial 2015.

³ Superintendencia de Compañías, Ranking de Empresas 2013 por personal ocupado.

tanto requirieron en el pasado del apoyo financiero de Pronaca. Actualmente la empresa 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.

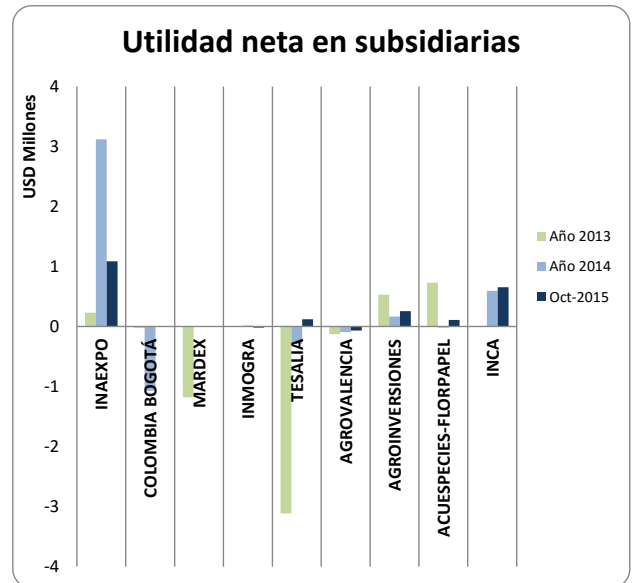


Fuente: Estados financieros Auditados Grupo Pronaca
Elaboración: BWR

PRONACA es generador del 95% de las ventas y 94% de los resultados netos del Grupo y es la empresa que absorbe el apalancamiento en una proporción similar. Inaexpo le sigue en importancia, con un 3.5% de las ventas y 3.1% de los resultados (7% en 2014), mientras que los ingresos de INCA producen el 1.9% de los resultados netos.

El resto de inversiones continúan generando resultados nulos o pérdidas poco representativas en relación al flujo positivo que genera PRONACA periódicamente y que en todo caso son actualmente menores a su historia inmediata anterior.

Gráfico 3



Fuente: PRONACA C.A.
Elaboración: BWR.

El Fideicomiso *Agroinversiones Dos* tiene como objetivo apoyar a agricultores que son proveedores calificados de materia prima (maíz y arroz) de PRONACA, a través de créditos para insumos; la recuperación se realiza a través de retenciones realizadas por PRONACA en el momento que esta compra la materia prima a los agricultores.

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 Produastro⁴. La valoración de estas inversiones arrojó una pérdida en el 2013 de USD 5.7MM y USD 5.3MM respectivamente.

En el 2014 se realizó la valoración de las inversiones en las empresas *Mardex*, *Pronaca S.A.S* y *Tesalia*, que en conjunto arrojó una pérdida de USD 4.74MM. Las acciones de *Mardex* fueron vendidas a sus socios originales y en el caso de *Pronaca S.A.S*, esta ya no opera y se encuentra en proceso de liquidación.

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 ese año INCA forma parte del Grupo y entra dentro del proceso de consolidación de información financiera. En el 2016 la Administración espera fusionar dicha empresa con PRONACA.

⁴ 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.



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 octubre 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.
KESINGTON & GOLBAL LIMITED 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 esperan una disminución mayor dado el entorno económico actual.

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 y un enfoque en mantener al menos el volumen de ventas del 2015. Por otra parte, 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 octubre 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.

Hemos recibido las proyecciones de la empresa del período comprendido entre los años 2015 al 2019, así como el presupuesto 2016, que considera un escenario más conservador debido a la incertidumbre del entorno económico. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones

con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

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

A octubre-2015 las ventas del Grupo Pronaca muestran un crecimiento anualizado frente a diciembre-2014 de 2.67%. Considerando la estacionalidad de las ventas en el último trimestre del año, y a pesar de las condiciones macroeconómicas actuales se esperamos que para fines del 2015 las ventas lleguen a USD 1,036 millones, un 5.8% de crecimiento. El porcentaje anterior recoge también un menor dinamismo de la línea de negocios internacionales, afectado por la apreciación del dólar americano y las políticas estatales de comercio exterior.

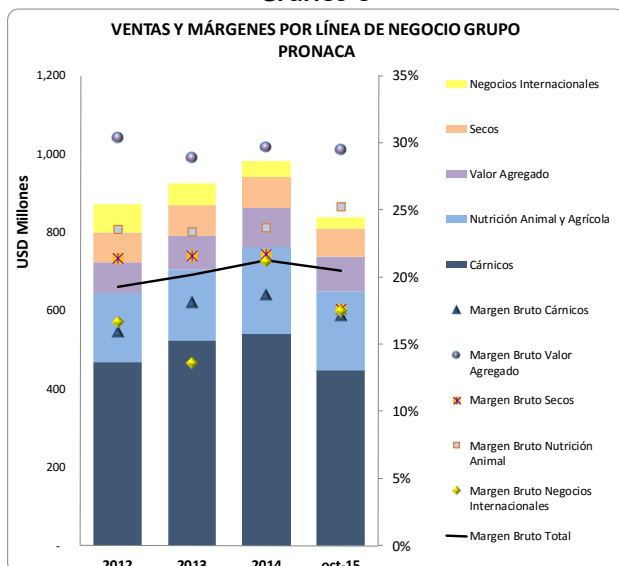
En relación al año 2016, la Administración no proyecta crecimiento de ventas. La estrategia estará orientada a aumentar la eficiencia de la operación y al menos mantener los volúmenes de venta alcanzados anteriormente. Tomando en cuenta el tipo de negocio de PRONACA, su posicionamiento y diversificación por línea, esta estimación se considera conservadora.

podría prever dicha estabilidad en el corto plazo. La empresa cuenta además con derivados financieros que le permiten cubrir el riesgo de volatilidad hasta en 60% con relación al aprovisionamiento del primer semestre 2016.

Por otro lado, hasta octubre 2015 se aprecia una ligera reducción del margen bruto (de 21.3% en 2014 a 20.7% a octubre-2015) debido a mayores presiones competitivas. Para fin de año se considera un margen de 20.8%.

Considerando la incertidumbre existente sobre la profundidad de la crisis económica en el 2016, el enfoque de la empresa en mantener sus ventas aún si se requiriera sacrificar parte de su margen, y una mayor competencia en la línea de valor agregado, se ha considerado en el presente análisis una nueva disminución del margen bruto de aproximadamente 0.8% para el 2016. A futuro, las inversiones que está realizando la empresa para mejorar la eficiencia de producción deberían ayudar a mantener un margen mayor de la línea de aves, que es representativa de las ventas totales.

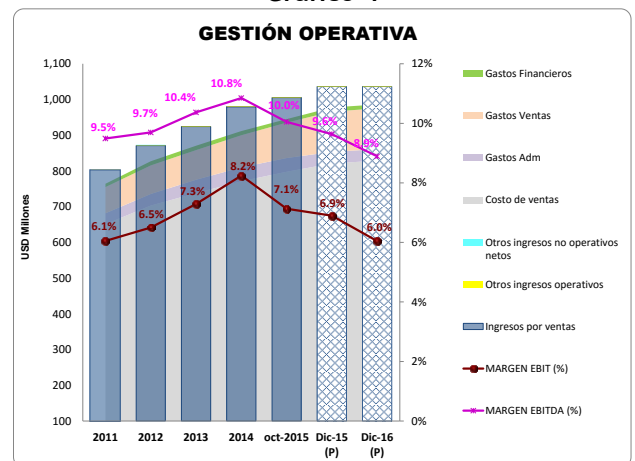
Gráfico 3



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

El margen bruto de PRONACA, tanto a nivel consolidado como individualmente, se ha fortalecido en el tiempo, beneficiándose de una tendencia a la baja del precio de la materia prima. Debido a las condiciones de cosecha actual y al comportamiento de la demanda internacional, se

Gráfico 4



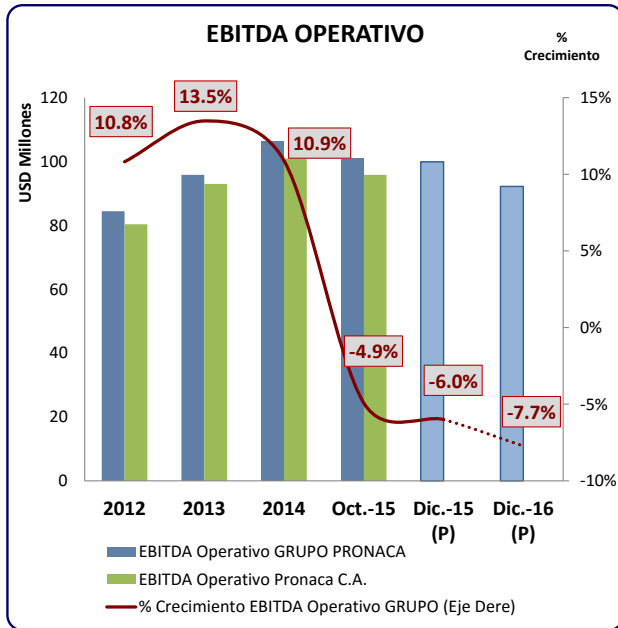
Fuente: Estados Financieros Grupo Pronaca C.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR. *Ventas octubre 2015 anualizadas sin considerar factores estacionales

En el 2015 el peso del gasto operativo se incrementa a 13.7% (13.1% a diciembre-2014). Hasta 2016 se esperaría que este se ubique en niveles promedio de alrededor de 14%.

Bajo las premisas antes indicadas y considerando el entorno macroeconómico previsible, esperamos que el Grupo genere en 2015 y 2016 un EBITDA de USD 100MM y USD 92MM, respectivamente (USD 106MM en 2014).

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. Proyecciones ajustadas por BWR.

*EBITDA octubre 2015 anualizado sin considerar factores estacionales

El costo del financiamiento es competitivo (6% al mes de octubre 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.

A octubre 2015, los indicadores de rentabilidad son atractivos, 6.3% de ROA y 10.7% de ROE, aunque algo menores a los del año anterior; para 2016 la empresa mantendría indicadores positivos, aunque ligeramente más ajustados.

Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	2013	2014	oct-15
Total Activo Corriente	54.6%	56.5%	50.8%
Fondos Disponibles	9.6%	7.6%	6.7%
Inversiones mediano plazo	2.0%	4.5%	0.7%
CxC Comerciales	13.1%	14.3%	11.8%
Inventarios Neto	19.8%	21.5%	24.0%
Activos biológicos	5.9%	5.7%	5.9%
Otras cuentas por cobrar	1.5%	1.0%	0.6%
Gastos anticipados	2.8%	1.9%	1.1%
Otros activos corrientes	0.0%	0.1%	0.1%
Total Activo No Corriente	45.4%	43.5%	49.2%
Propiedad, planta y equipo	34.9%	33.8%	35.4%
Activos biológicos	1.7%	1.7%	1.8%
Propiedades de inversión	2.7%	2.7%	2.7%
Equipo Avícola	0.3%	0.5%	0.7%
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	oct-15
Total Pasivo Corriente	23.3%	30.4%	26.9%
Deuda Financiera CP	9.8%	11.6%	11.0%
Deuda Comercial	9.7%	13.4%	11.1%
Otros Pasivos CP	3.8%	5.4%	4.7%
Total Pasivo LP	17.4%	11.3%	13.3%
Deuda Financiera LP	12.0%	6.0%	7.5%
Otros pasivos LP	5.4%	5.3%	5.8%
PATRIMONIO	59.3%	58.3%	59.9%

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 periodos analizados. Al flujo de fondos operativo (FFO) se ha sumado, en la mayoría de periodos, 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 cinco 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.

Dependiendo de las condiciones macroeconómicas locales los días de cobro podrían incrementarse. Para el presente análisis se ha considerado para el 2015 unos días promedio de cobro similares al 2014 (37 días) y para el 2016 un incremento hacia los 45 días, que la empresa requeriría financiar.

Por el lado de los inventarios, en los últimos tres años se han manejado un volumen promedio equivalente a 90 días del costo de ventas. En función de las implementaciones tecnológicas efectuadas en 2015 PRONACA espera optimizar el manejo de sus inventarios. Por otro lado, la empresa mantiene dentro del inventario actual una reserva adicional de materia prima como contingencia del impacto que pudiera tener el fenómeno del niño.

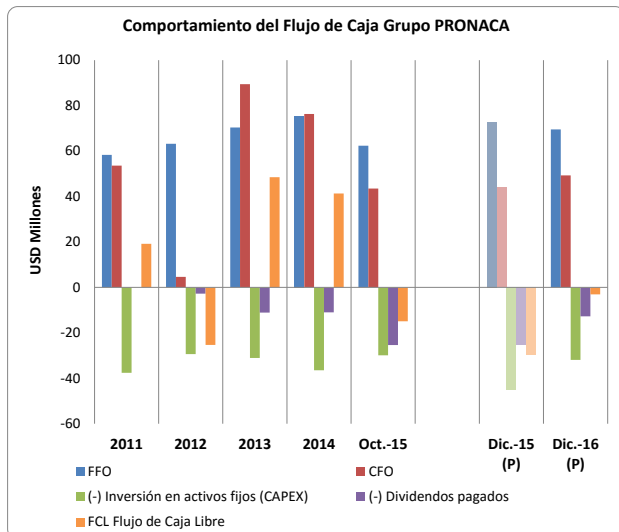
La empresa obtiene apalancamiento comercial con los proveedores del exterior, que se relacionan

fundamentalmente a la soya y al trigo, 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 y las compras de maíz se realizan localmente y de contado. La empresa ha ajustado recientemente las condiciones de pago con algunos proveedores, por lo que se estima una reducción de días de cuentas por pagar hacia los 30 días para 2016 (42 días en 2014).

Por las consideraciones antes indicadas a octubre-2015 la empresa ha tenido que financiar 18.9mm de incremento en el capital de trabajo y esperaríamos mayores requerimientos hasta fin de año y en 2016, que serían cubiertas holgadamente por su generación.

Generalmente el CFO 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. 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. Proyecciones ajustadas por BWR.

Según la proyección inicial, el año 2015 sería 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.

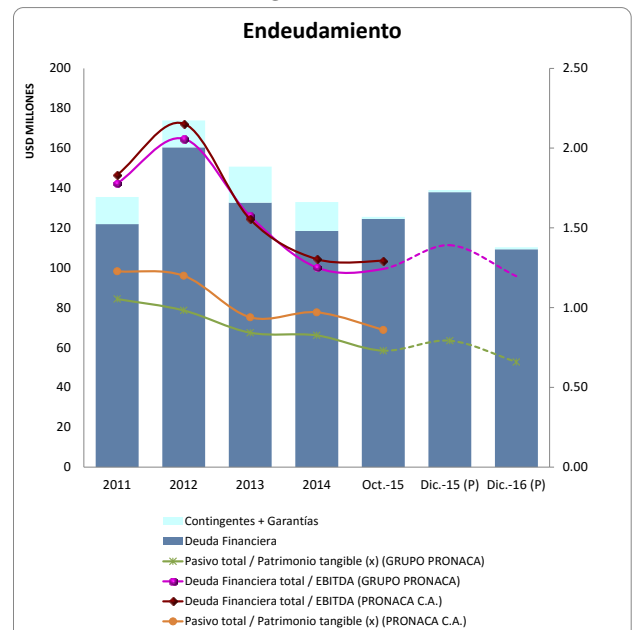
Bajo el escenario actual se espera un flujo de inversión (activo fijo e intangibles) de USD 47 MM y USD 38 MM, respectivamente para estos años.

Al mes de octubre 2015, se refleja un reparto del dividendo extraordinario, que representa el 56%, de las utilidades del año anterior y que incluye un pago de utilidades acumuladas por USD 10.3 MM, que es puntual y no implica un cambio en la política de dividendos, que generalmente gira alrededor de 30%.

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 capitalización⁵ del Grupo al mes de octubre 2015 es de 24.3% (30% promedio histórico).

Los indicadores actuales y proyectados 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.

Gráfico 7



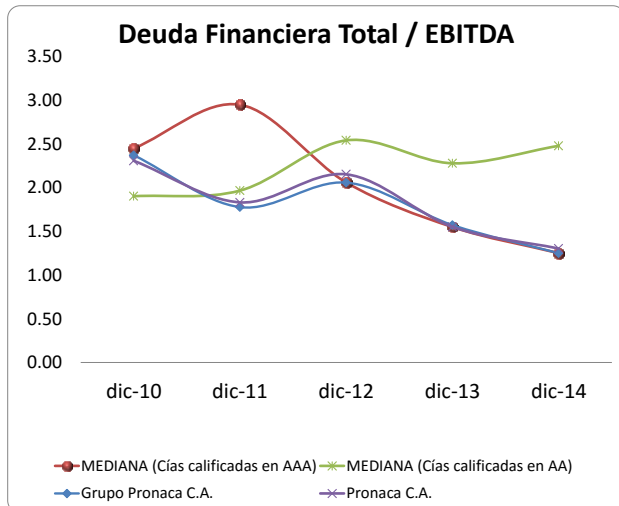
Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

⁵ Capitalización se refiere a la suma del pasivo financiero y el patrimonio

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 (10.28 veces a octubre 2015), demostrando la flexibilidad de la compañía para cubrir el costo de su deuda. La generación operativa del Grupo alcanzó a cubrir en 2.09 veces las inversiones en CAPEX que fueron ejecutadas en el año 2014 (1.74 a octubre 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, el presente programa de papel comercial 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. Debido a la coyuntura de contracción de liquidez de la economía, la empresa se encuentra cerrando negociaciones para ampliar el financiamiento del exterior a corto y largo plazo.

Deuda Financiera: vencimientos

GRUPO PRONACA - Octubre 2015

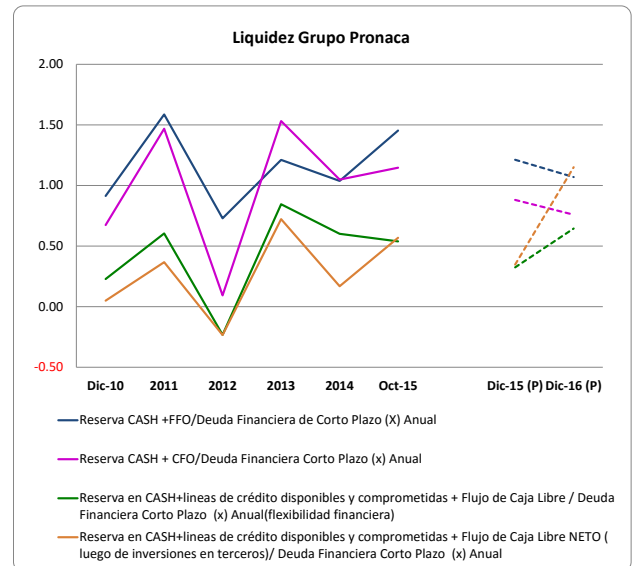
Año de vencimiento	Miles USD	%
2015	15,311	12.3%
2016	62,846	50.5%
2017 en adelante	46,323	37.2%
Deuda Financiera total	124,480	100.0%

El Grupo presenta una deuda financiera en dólares americanos contratada en el exterior con organismos internacionales. La deuda con el exterior representa alrededor del 32% de la deuda financiera global del Grupo a octubre del 2015.

Si bien la compañía procurará concentrar mayor financiamiento en el mercado local, por la restricción de liquidez actual en el sistema financiero es probable que PRONACA utilice líneas de crédito en el exterior, tanto vigentes como en proceso de concretarse.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



Fuente: Estados Financieros Grupo PRONACA C.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones sensibilizadas por BWR.

Cabe indicar que además de los fondos disponibles y equivalentes de efectivo que la empresa maneja para su operación (USD 45 MM a octubre-2015), PRONACA mantiene a la fecha de análisis inversiones consideradas líquidas por USD 33 MM, que servirían como un contingente de liquidez en caso de requerirlo. Las proyecciones analizadas asumen que dicha reserva sería utilizada para cubrir parte



de la deuda de corto plazo, bajo un escenario en que no se pueda refinanciarla en su totalidad.

La posición de liquidez del Grupo se considera una fortaleza ya que además de los importantes recursos líquidos disponibles cuenta con una línea de crédito comprometida en el exterior de USD 25MM, y se encuentra en proceso de cierre de una adicional por USD 20 MM más, que se espera que esté operativa para el primer trimestre del 2016.

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. En 2016 se aprecia la incorporación en el flujo de caja libre neto de la liquidación de las inversiones líquidas antes nombradas para cubrir la deuda de corto plazo.

Hasta fines del 2015 el riesgo de financiamiento estaría cubierto totalmente por las reservas y líneas existentes. Con estas mismos instrumentos, y tomando en cuenta la expectativa de la nueva línea de crédito en el exterior para el año 2016 estimamos que la empresa requeriría refinanciar localmente solamente entre el 14% y el 47% de su deuda de corto plazo, por lo que el riesgo de refinanciamiento, considerando el perfil del emisor, se considera bajo.

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:

PRONACA C.A.

Fecha de corte	Oct-15
Activo Líquido (USD M)	33,275
Activo Ajustado (USD M)	570,293
Activo Total (USD M)	666,919

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	62,669	62,669	0.53	9.10
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	29,926	92,595	0.36	6.16
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	171,527	264,122	0.13	2.16
TOTAL		264,122	264,122	0.13	2.16

*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

La empresa se obliga a establecer las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables:

1. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores;
2. Los activos reales sobre los pasivos de la compañía deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo;

Así mismo, se compromete a no pagar dividendos mientras existan obligaciones en mora y mantener durante la vigencia de la emisión la relación de los activos libres de gravamen sobre el papel comercial en circulación, de acuerdo a la regulación aplicable.

En el contrato de emisión se deja constancia que el incumplimiento de los resguardos antes anotados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

Hemos recibido una comunicación del representante de obligacionistas dirigido a la



Intendencia de Mercado de Valores, en función de la cual podemos afirmar que PRONACA ha cumplido hasta el momento con los resguardos antes indicados.

Con respecto al resguardo de liquidez promedio, en el cuadro siguiente se visualiza el cumplimiento del mismo en el último semestre:

Mes	SalDOS contables USD Miles		
	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
May-15	366	205	1.79
Jun-15	359	205	1.75
Jul-15	345	186	1.85
Ago-15	346	189	1.82
Sept-15	352	194	1.81
Oct-15	342	181	1.89
Promedio semestral	352	193	1.82

Fuente: Pronaca C.A.

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			AAA	BWR
	Serie C			1890	29-Nov-16		
	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	Oct-15
Resumen de Resultados					
Ventas	803,034	871,109	924,341	979,410	837,945
% crecimiento	13.6%	8.5%	6.1%	6.0%	2.7%
MARGEN BRUTO (%)	18.9%	19.3%	20.2%	21.3%	20.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76,202	84,443	95,825	106,261	84,192
MARGEN EBITDA (%)	9.5%	9.7%	10.4%	10.8%	10.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	76,202	84,443	95,825	106,261	84,192
MARGEN EBITDAR (%)	9.5%	9.7%	10.4%	10.8%	10.0%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,593	56,633	67,368	80,736	59,742
MARGEN EBIT (%)	6.1%	6.5%	7.3%	8.2%	7.1%
Gasto Financiero del período	-9,391	-11,665	-12,298	-11,686	-8,186
Impuestos a la renta	-8,991	-10,869	-13,175	-19,119	-13,664
UTILIDAD NETA	27,114	36,589	33,951	45,293	35,394
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	31,909	45,145	58,141	51,413	45,403
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	4,954	3,943	1,861	5,656	32,843
Líneas de crédito comprometidas					25,000
Capital de Trabajo	148,561	206,606	185,343	200,863	218,400
Cuentas por Cobrar Comerciales	74,718	82,013	79,814	96,454	79,926
Inventarios	160,937	190,775	166,920	195,174	213,324
Cuentas por Pagar Proveedores	87,094	66,182	61,391	90,765	74,850
Deuda Financiera Total	135,500	173,855	150,709	132,966	125,534
Otros Pasivos	38,945	43,800	37,630	58,038	69,847
Patrimonio	300,341	335,898	360,532	393,117	403,139
Patrimonio Tangible	257,612	298,500	314,925	358,716	371,632
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	76,202	84,443	95,825	106,261	84,192
(-) Gasto Financiero del período	-9,391	-11,665	-12,298	-11,686	-8,186
(-) Impuesto a la renta del período	-8,519	-9,611	-13,175	-19,119	-13,664
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	58,292	63,167	70,352	75,456	62,342
(-) Variación Activos y Pasivos Operativos	-4,725	-58,552	19,065	820	-18,882
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	53,567	4,615	89,417	76,276	43,460
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	3,410	2,038	4,156	3,279	2,721
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-6,979	-806	-13,075	-5,769	-5,439
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	7,161	1,434	11,018	16,482	1,481
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2,752	-11,090	-11,000	-25,400
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-37,629	-29,361	-31,102	-36,496	-29,891
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-388	-488	-826	-1,482	-1,876
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	19,142	-25,320	48,498	41,290	-14,944
Margen de Flujo de Caja Libre %	2.4%	-2.9%	5.2%	4.2%	-1.8%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5,406	38,491	-27,710	-14,255	6,707
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-3,270	1,137	-5,781	13	3,551
OTRAS INVERSIONES NETO	-6,188	-1,298	-1,526	-33,777	-1,143
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	-5,829
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMENZO 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	6.72	7.46	8.62
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	8.11	7.24	7.79	9.09	10.28
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8.11	7.24	7.79	9.09	10.28
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	6.70	1.40	8.27	7.53	6.31
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.32	-0.46	0.77	0.45	-0.43
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1.42	0.16	2.87	2.09	1.74
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	0.79
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	31%	34%	29%	25%	24%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.59	0.73	1.21	1.04	1.45
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.47	0.09	1.53	1.05	1.15
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.60	(0.23)	0.84	0.60	0.54
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	0.37	(0.23)	0.72	0.17	0.57
Reserva en CASH+líneas 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	2.66
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.60	(0.23)	0.84	2.58	2.63



PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS PRONACA C.A.

(Miles de USD)	Dic-13	Dic-14	Oct-15
Resumen de Resultados			
Ventas	868,917	940,926	804,639
% crecimiento	8.6%	8.3%	2.6%
MARGEN BRUTO (%)	20.6%	21.2%	20.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	92,955	100,925	79,861
MARGEN EBITDA (%)	10.7%	10.7%	9.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	92,955	100,925	79,861
MARGEN EBITDAR (%)	10.7%	10.7%	9.9%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	66,348	76,339	56,448
MARGEN EBIT (%)	7.6%	8.1%	7.0%
Gasto Financiero del período	-11,348	-11,217	-7,973
Impuestos a la renta	-12,284	-18,018	-12,577
UTILIDAD NETA	33,763	43,744	33,014
Resumen Balance			
Caja y Equivalentes de Caja	42,173	42,173	33,275
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	1,861	4,236	11,998
Líneas de crédito comprometidas disponibles			25,000
Capital de Trabajo	212,982	225,845	245,305
Cuentas por Cobrar Comerciales	73,940	90,481	74,110
Inventarios	196,786	225,333	244,622
Cuentas por Pagar Proveedores	57,744	89,969	73,427
Deuda Financiera Total	144,346	131,608	123,971
Otros Pasivos	36,761	53,162	65,670
Patrimonio	363,493	396,237	403,851
Patrimonio Tangible	270,388	297,989	307,225
Resumen Flujo de Caja			
EBITDA OPERATIVO	92,955	100,925	79,861
(-) Gasto Financiero del período	-11,348	-11,217	-7,973
(-) Impuesto a la renta del período	-11,304	-20,194	-12,577
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	70,303	69,514	59,311
(-) Variación Capital de Trabajo	13,257	1,147	-19,818
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	83,560	70,661	39,493
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	2,888	3,131	2,319
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-12,821	-4,315	-5,423
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	6,611	3,840	3,397
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-11,090	-11,000	-25,400
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-31,903	-37,268	-29,689
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-826	-1,482	-1,876
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	36,419	23,567	-17,179
Margen de Flujo de Caja Libre %	4.2%	2.5%	-2.1%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-32,789	-9,741	5,863
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	2,140	815	1,974
OTRAS INVERSIONES NETO	431	-14,646	444
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	6,201	-5	-8,898
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	35,972	42,173	42,173
Indicadores			
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7.20	7.20	8.44
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8.19	9.00	10.02
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	8.19	9.00	10.02
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "prefer	4.90	2.11	-1.29
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	0.57	0.19	-0.48
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	2.62	1.90	1.33
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.55	1.30	1.29
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.10	0.89	0.95
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	28%	25%	23%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.30	0.96	1.15
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.54	0.98	0.82
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.69	0.36	0.23
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	0.74	0.18	0.26
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.74	0.18	0.26
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.69	0.36	0.23



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa 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, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. 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 de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2015.