

Ecuador
FECHA DEL INFORME
Quito, Agosto del 2.006

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

CALIFICACIONES VIGENTES

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha de Revisión
Obligaciones	AAA	AAA	31-Ago-06
Papel Comercial	AAA		31-Ago-06

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto Autorizado	USD. 10'000.000
Monto Colocado	USD. 10'000.000
Monto Circulación	USD. 2'000.000
Plazo	Tres años.
Tasa de interés	Tasa prime + 3.5 puntos porcentuales.
Reajuste	Trimestral.
Amortización de capital	Trimestral.
Pago de intereses	Trimestral.
Destino de la emisión	Reestructuración de pasivos de corto plazo y proyectos de inversión.
Garantía	General.
Límite de endeudamiento	No superará la relación de uno punto cinco (1.5) entre el pasivo sobre el patrimonio.

Sistema de rescates Anticipados

DESCRIPCIÓN EMISIÓN PAPEL COMERCIAL

Monto del Programa USD. 10'000.000
Plazo Programa 720 días
Monto de la Emisión USD 5.000.000, dividido en títulos de las siguientes clases y series:

Clase	Serie	Plazo días	Títulos	Valor Nominal	Monto
A	1	180	50	5.000	250.000
A	2	180	25	20.000	500.000
A	3	180	5	50.000	250.000
A	4	180	5	100.000	500.000
B	1	359	50	5.000	250.000
B	2	359	25	20.000	500.000
B	3	359	15	50.000	750.000
B	4	359	20	100.000	2500.000
TOTAL				5.000.000	

Destino de la emisión	Reestructuración de pasivos de la Compañía.
Garantía	General.
Calificadora de riesgos	BankWatch Ratings S.A.
Agente Pagador	PRODUBANCO
Representante de los Obligacionistas.	Barrera Molina y Asoc.

CONTACTOS

Patricio Baus, Ecuador.
593-2 222-323
pbaus@uio.satnet.net

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros al 30 de Junio del 2006 y la información adicional presentada, el Comité de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de la emisión de obligaciones y del Papel Comercial de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA en "AAA".

Esta calificación según las categorías de calificación de títulos de deuda "Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general".

PRONACA C.A. desarrolla sus actividades en el mercado de la industria de carne de aves procesadas en el que su experiencia, tecnología y conocimiento del mercado, le ha permitido diversificar sus productos y mantener la alta calidad de los mismos, que es una de sus ventajas competitivas y justifican su posición de liderazgo en este mercado; al igual que su participación en el mercado de carne de cerdo y alimentos balanceados. En el mercado de embutidos se consolidan como líderes con la adquisición de la compañía Ecuadasa. La estrategia de diversificación del portafolio de productos apoyada por una cadena de distribución intensiva con cobertura nacional y venta universal de sus productos, le ha permitido a la compañía obtener estabilidad en el nivel de ventas.

A Jun-06 Pronaca mantiene la tendencia positiva de su rentabilidad 9% en relación con el total de ingresos por ventas, la utilidad neta del semestre constituye el 54% de la utilidad del año 2005, que se explica por el crecimiento de los volúmenes de ventas de sus principales productos y el fortalecimiento de algunas líneas nuevas como la de abonos, semillas etc. Observándose que los precios de sus productos se mantienen en el mercado en base a las estrategias de comercialización, logrando además mejorar su posición en el mercado en relación con el año 2004 y en este semestre se mantiene su posición en la mayor parte de sus productos.

La gestión operativa muestra resultados positivos en el primer semestre del 2006. Lo que se advierte al analizar que el EBITDA a Jun-06 representa el

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la empresa, 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.

55.41% de lo alcanzado en total del año 2005, con una margen bruto de 26% que mejora ligeramente el nivel en relación con el registrado a Dic-05 (25%)

La empresa históricamente es generadora de sólidos flujos operacionales, que en este semestre financiaron incrementos de inversiones tanto en activos fijos como en inversiones en acciones, adicionalmente se cancelaron deudas de accionistas y relacionadas, se cumplió el pago de deudas bancarias de corto plazo y se realizó el pago de dividendos a los accionistas. El flujo operativo requirió del soporte de los activos líquidos que se redujeron en relación con Dic-05 y financiaron el 6.1% del requerimiento total.

El flujo libre de caja se reduce drásticamente en el semestre debido a las inversiones realizadas, y a otros egresos como el pago de dividendos, parte de las cuales no serán recurrentes en el segundo semestre, por lo que se espera que en los siguientes meses se recuperen los niveles que históricamente mantiene la empresa, al igual que los índices de liquidez o la cobertura para sus obligaciones de corto plazo luego del gasto de inversión.

Por lo que se considera que los altos flujos operacionales, la sólida posición patrimonial y el bajo nivel de endeudamiento se mantienen, le permiten a la compañía conservar su alta capacidad de pago.

Gracias a la política de capitalización de las utilidades, se fortalece constantemente el patrimonio y el crecimiento del negocio se financia en su mayor parte con patrimonio, por lo cual la compañía reporta una baja relación de la deuda financiera total frente a la capitalización.

La garantía general que respalda esta emisión de obligaciones es suficiente y de buena calidad.

Como en períodos anteriores el ROA y ROE de la compañía, 12.24% y 21.21% respectivamente, se encuentra dentro de las rentabilidades más importantes del país. La calidad y recurrencia en los resultados demuestran el importante conocimiento y la buena capacidad de reacción de la administración ante el entorno de mercado.

■ FODA

Fortalezas

- Plana gerencial con alta experiencia y profesionalismo.
- Líder en el mercado de carne de pollo y embutidos, participación de mercado incremental en las otras líneas de negocio.
- Importante grado tecnológico utilizado en sus procesos.
- Desarrollo de productos de calidad y con valor agregado.

- Canales de distribución intensiva y diversificada.
- La estructura del balance denota una situación financiera fuerte. Así mismo evidencia una administración de tesorería centralizada propia de un grupo empresarial.
- Grado de endeudamiento adecuado.
- Buenos niveles de cobertura para sus obligaciones.
- Política de capitalización de resultados establecida.
- Situación patrimonial sólida y de buena calidad.
- Ingresos operativos tendientes a la diversificación.
- Utilidades netas altas y recurrentes.
- Flujos operacionales altos que le permiten financiar sus inversiones y apalancar los requerimientos de liquidez de otras empresas del Grupo.

Oportunidades

- Tendencia en los hábitos de consumo por calidad, salud y precios con relación a carnes rojas.
- Crecimiento de la producción de materia prima local a través de programas de financiamiento, extensión y eficiencia agrícola, con productores nacionales.
- Apertura de nuevos mercados.
- Ampliación de canales de distribución propios.
- Ampliación de sus centros de distribución.
- Ampliación de segmentos de mercado.
- Diversificación de productos.

Debilidades

- Mortalidad de aves en granja.
- Tendencia creciente del índice de cartera vencida.
- Comercialización de productos de diversificación concentrada en red comercial no propia en productos de exportación y los productos con Colombia.

Amenazas

- El mercado avícola de márgenes reducidos: sensible a la capacidad de consumo de la población, sobre oferta, comportamiento de la producción de materia prima.
- Alta dependencia de materia prima que es sensible a factores climatológicos, nivel de producción local y nivel de aranceles y/o franjas de precios para producción internacional.
- Competencia extranjera por bajos aranceles y/o franja de precios para el pollo trozado y otros productos de diversificación.
- Incremento de aranceles y/o franjas de precios en materia prima importada.

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

El negocio se inició en 1.958 con la Compañía INDIA, dedicada a la importación de agroinsumos y pollitas.

En 1.965 se instaló la Incubadora Nacional C.A. INCA con el propósito de sustituir la importación de pollitos de un día por pollitos incubados en el país.

Finalmente, en 1.979 se instala la primera procesadora de pollos ecuatoriana bajo el nombre de Procesadora Nacional de Aves C.A. PRONACA. En 1.999 cambia su razón social por la de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA.

La Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA tiene como objeto social la realización de actividades agropecuarias, especialmente las relacionadas con la avicultura, ganadería, porcicultura, acuicultura y pecuaria en general, en todas sus formas y etapas desde el aprovisionamiento de materia prima hasta la comercialización.

GRUPO ECONÓMICO PRONACA

La Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA no constituye un holding. Sus accionistas tienen empresas independientes que complementan el giro de su negocio.

El grupo económico Pronaca, desde el periodo 2003, se ha orientado a eficientizar procesos comerciales y administrativos con sus empresas proveedoras relacionadas por sus accionistas. Siendo la estrategia corporativa, la fusión de varias de éstas empresas.

En el año 2003, se fusionó la empresa Prodirecto S.A. (producción y comercialización de huevos comerciales y arroz) con sus marcas INDAVES, GUSTADINA Y RENDIDOR. Con la empresa Enaca (producción de larvas, cría, procesamiento y exportación de camarón y tilapia), ésta se escindió, fusionándose con Pronaca un activo diferido, ingresos y gastos del 2003. La línea de producción, comercialización y marcas, ahora funciona bajo la razón social de Enaca Seafood.

En el año 2004, se fusiona la empresa Industrial y Agrícola INDIA (negocio agrícola ofrece soluciones integrales con productos y asesoría técnica) y, se vendió Alimentos Preparados ALIPRECA C.A., cuyo nombre comercial es POLLO CAMPERO, comida rápida.

A noviembre del 2005 las siguientes empresas se mantienen como empresas independientes, proveedoras de Pronaca, cuyos dueños son los accionistas de la compañía analizada: Inca (incubadora de pollos), Puéllaro (crianza de aves), Inaexpo (palmito), Aleproca (hortalizas), Comnaca (conservas), Enaca Seafood (camarón y tilapia),

Marine Products Overseas (productos del mar), Avícola del Valle, Granda Pumbo, Inmobiliaria los Granados.

Por otro lado, como parte de la estrategia comercial, PRONACA realizó en el 2003, la inversión en acciones de dos empresas. La compañía Ecuadasa y sus marcas de embutidos Plumrose y La Danesa. Y la compañía Senaca, cuya actividad es la venta de semilla y que fuera fusionada a Pronaca.

Para el ejercicio 2004, Pronaca C.A., invierte en TC Tesalia Corporation y ésta a su vez en Pronaca Colombia-Bogotá, con el fin de expandir el negocio en Colombia.

Proyecto que se cristaliza, con un mejor y mayor conocimiento del mercado colombiano. La demanda del consumo de carne de pollo per cápita, en ese país, es superior a la demanda local.

Pronaca Colombia-Bogotá, producirá y comercializará productos con valor agregado (carnes listas); la materia prima será provista localmente. La inversión neta en nuevas acciones sumó aproximadamente USD 1,6 MM. Esta empresa comenzó a operar en abril del 2005.

Por ahora, y en el corto plazo, las actividades que se llevarán a cabo entre las dos empresas serán exclusivamente de Asistencia Técnica y Soporte en la áreas Corporativas, como a otras empresas del Grupo.

Pronaca Colombia-Bogotá se ha fondeado con instituciones financieras colombianas de corto y largo plazo, con garantía de Pronaca C.A. Ecuador.

Resumen de Inversiones (Jun-06)

EMPRESA	INVERSION CONTABLE	PARTIC. %
Ecuadasa	12.683	100
TC Tesalia Corporation	3.075	100
Fideicomiso	2.836	83.68
Otras	2.977	
Pronaca Col – Bogotá	143	4.8
TOTAL (Miles de USD)	21.714	

A parte de la función productiva y económica que cumple Pronaca C.A., ofrece ayuda social a través de la Fundación San Luis, Fundación Casa de la Misericordia, Operación Sonrisa y la Sinfónica Juvenil.

PRODUCTOS Y MERCADO

Las ventas de Pronaca C.A. son tradicionalmente locales. La exportación de sus productos ha sido limitada por barreras de entrada como preferencias del consumidor (producto fresco, cadena de producción y distribución), aranceles y franja de precios para el pollo trozado, diferencial cambiario.

Sin embargo, estudios realizados por la empresa, consideran que la producción in situ en nuevos mercados como Colombia, reducen las barreras. Este proyecto es importante para Pronaca C.A., pues el desenvolvimiento del tamaño del mercado local de carne de pollo, su producto principal, guarda una estrecha relación con el crecimiento del PIB y el crecimiento de la población. Ecuador tiene uno de los menores niveles de consumo per capita comparado con Colombia, Perú, Bolivia, Chile y Venezuela.

A nivel local, Pronaca C.A. ha caracterizado su trayectoria en el mercado ecuatoriano, por el desarrollo constante e innovativo de su negocio, entregando al mercado productos con calidad y valor agregado. El sector cárnico abarca los productos tradicionales y de mayor posicionamiento nacional:

-Aves: carne de aves fresco procesada Mr. Pollo, Mr. Pavo, Hornero y La Estancia.

-Cerdos: carne de cerdo fresco procesada Mr. Chanco.

-Carnes Listas: carne de aves y cerdo procesadas con valor agregado. Presentado carnes listas (embutidos) Mr. Fritz y Mr Pollo, horneadas Mr. Pollo y congeladas Mr. Cook.

-Nutrición y salud animal: gama completa de productos y soluciones pecuarias con marcas PRONACA y PROCAN.

Pronaca C.A. dirige su línea básica, aves procesadas, a los estratos económicos medio y alto. Segmento de mercado que se encontraría en su etapa de madurez, coadyuvado por un mercado que no absorbe mayores incrementos de precio, permiten concluir que los incrementos en los ingresos provenientes de esta línea de negocio estarían supeditados eficiencias en los procesos y costos de producción, también en captar nuevos segmentos de mercado local.

Las estrategias corporativas de fusiones, apuntan a diversificar ingresos y eficiencias en el proceso productivo.

La participación en las ventas acumuladas a Jun-06 de sus principales líneas se muestra en el siguiente cuadro:

Productos	jun-06	dic-05	dic-04
Línea de aves	42,5%	46,7%	50,0%
Nutrición animal	27,0%	24,6%	23,4%
Embutidos	6,1%	5,9%	5,4%
Carne de cerdo	10,9%	10,1%	9,2%
Línea agropecuaria	4,8%	4,1%	3,4%
Conservas, Arroz, H. comercial.	8,6%	8,0%	7,5%
Otros	0,0%	0,4%	1,3%

La principal competencia de la carne de pollo, de cerdo, huevos y arroz es el sector informal (sin marca). En embutidos, mermeladas la principal competencia son empresas locales. Para salsa de tomate, mayonesa y alimentos balanceados tiene como competencia producción local e importada.

Se considera como una amenaza potencial el posible ingreso de carne de pollo, cerdo y embutidos. Pues en estos ítems faltaría armonización arancelaria y salvaguardas. Sin embargo, con relación a carne de cerdo hay una fortaleza de precios y calidad con relación a países andinos.

MATERIAS PRIMAS

Las principales materias primas que requieren este tipo de industrias son: maíz en grano, pasta de soya, soya en grano, aceite de coco y aceite de palma.

Los niveles de producción local de maíz y de soya no son suficientes para los requerimientos de la compañía por lo cual ésta debe complementar su abastecimiento a través de importaciones. A Jun-06 el monto de las materias primas importadas representó el 51.59%, 15.41% materia prima nacional, 12% costo laboral, 16% Otros costos de producción.

INFRAESTRUCTURA Y TECNOLOGÍA

La compañía cuenta con una tecnología, infraestructura y procesos que le permitirían estar en igualdad de condiciones con las industrias de otros países. Sin embargo todavía existen oportunidades de lograr eficiencias, para lo cual ha contratado la asesoría de expertos en la producción y crianza de aves. También técnicos en producción agrícola con el fin de mejorar, aún más, la producción de materia prima local. Asesoría en temas relacionados con medio ambiente y producción.

ESTUDIO TÉCNICO**1. ESTRUCTURA FINANCIERA**

Este análisis se fundamenta en los estados financieros directos a Jun-06 de Procesadora Nacional de Alimentos Pronaca C.A. Adicionalmente, se realizó la revisión de Dic-05 con los estados financieros auditados de esa fecha.

A Jun-06 los activos de Pronaca C.A. presentan un crecimiento de 0.78% (14.4% entre Dic-04 y Dic-05) con lo que llegan a USD 262.414 M.

El activo corriente reduce su participación (45% del activo) en relación con Dic-05 (49%), debido a la disminución de cuentas por cobrar comerciales y de los activos líquidos. Su principal activo son los Inventarios con el 26.6% del activo, las cuentas por cobrar comerciales constituyen el 9.56% y los activos líquidos son el 8.7% del activo.

Los activos de mayor plazo corresponden principalmente a Activos fijos como Edificios e Instalaciones y a Maquinaria y Equipos, que tienen una participación de 32.85% de los activos (A Jun-06 USD 86.260M). Estos activos cuentan con una póliza de seguros contra todo riesgo Industrial con Seguros Ace. La mayor parte de los equipos corresponde a tecnología de la más alta calidad.

Pronaca mantiene además inversiones en acciones de algunas empresas relacionadas alcanza a (USD 21.714M) son el 8.27%, en este período se realizan inversiones nuevas por USD 6.3MM, principalmente en TC Tesalia Corporation, Fideicomiso, y en otras compañías.

Adicionalmente, se registran activos por USD 22.48MM como Otros activos, integran el 8.6% del activo total, y corresponden a activos intangibles entre los cuales está la contabilización del Goodwill de la Empresa E cudasa que representa la diferencia entre el valor razonable de los activos netos y el valor pagado, este valor se amortiza anualmente. Así mismo consta el rubro Cerdos en Reproducción, Semovientes y Otros.

A Jun-06 los inventarios son principalmente materia prima y materiales (51%) (maíz, pasta de soya, aceite de palma), materia prima en tránsito 5.4%, productos en proceso 25.8%, productos terminados 15.96% otros 1.9%. En este semestre se mantiene la propensión observada en períodos anteriores a elevar los días de inventarios en relación con sus registros históricos por lo que se mantiene un importante requerimiento de flujo de efectivo para su financiamiento.

Los productos en proceso, son los que requieren mayores días de financiamiento, que se explican por el tiempo del proceso productivo especialmente de las aves demora aproximadamente 33 semanas. El riesgo de mortalidad de los animales, asociado con los productos en proceso, principalmente mortalidad de las aves se ubica en 6.79%. Por lo que la compañía mantiene una póliza que cubre parte del capital invertido como productos en proceso.

En tanto, los productos terminados son perecibles. Estudios realizados por la compañía establecen que las carnes procesadas por la compañía pueden permanecer congeladas hasta 6 meses sin perder sus características. No obstante a lo anotado los consumidores prefieren productos frescos, por lo cual la compañía administra varias estrategias de

promoción con el fin de incrementar la rotación de estos productos y mitigar de esta forma la exposición a este riesgo.

Las Cuentas por Cobrar Comerciales -son exclusivamente cartera local- se reduce a USD 22.801M a Jun-06, lo cual se explica por el mantenimiento de la política de distribución que fortaleció los canales propios con menores días de financiamiento a los otros canales, permitieron reducir los días de financiamiento para este rubro de 29 en dic-04, a 30 días a dic-05 y 23 a Jun-06.

Las Cuentas por Cobrar de Corto Plazo a Compañías Relacionadas, financiamiento sin costo, se reducen paulatinamente y mantienen su baja participación en el activo total. A dic-04 totalizan USD 965 M o 0.42% a Dic-05 es menor con USD 410M o 0,16% y a Jun-06 0.13%.

El pasivo de la compañía totaliza USD 108.039 M o 41% del fondeo total (43% a dic-05). Se reduce el pasivo de corto plazo por el pago de deuda a Proveedores y Obligaciones financieras de corto plazo. La empresa substituyó una parte de la deuda de corto plazo con deuda de largo plazo tanto bancaria como de relacionadas. No obstante, el pasivo corriente representa el 71.86% del pasivo total, pero su magnitud en relación (30% a Jun-06) con el financiamiento total se reduce debido al mayor crecimiento del Patrimonio.

Las Cuentas por Pagar Comerciales se reduce de 7.6% al 5.23% del Pasivo más Patrimonio. En el semestre, el financiamiento de proveedores se redujo de 30 a 23 días.

Los Pasivos sin Costo de corto plazo con empresas relacionadas se mantienen en niveles bajos y con tendencia a disminuir desde el año anterior. A Jun-06 representan el 0.06% o USD 161 M.

A jun-06, el Endeudamiento de corto y largo plazo con Instituciones Financieras, Mercado de valores y Financiamiento Comercial, totaliza USD 560117M o 51.94% del pasivo total. El 83.6% es a corto plazo y el 16.4% a largo plazo.

El patrimonio de la compañía es de USD 154.375 M, y mantiene tasas de crecimiento importantes debido a la generación de utilidades en cada período y su capitalización. Durante el año 2005 se registró un crecimiento de 15.1% y en este semestre 43.75%.

Pronaca mantiene su solvencia Patrimonial y la relación de endeudamiento Pasivo a Patrimonio tangible mantiene una tendencia de fortalecimiento constante. A Jun-06 es de 0.82 veces (0.90 a Dic-05).

La estructura general del balance se mantiene adecuada. Un capital de trabajo positivo, bajo endeudamiento, calidad en el patrimonio y riesgos

mayormente mitigados por sus políticas operacionales.

2. GESTIÓN OPERATIVA

La tendencia de las ventas es positiva aunque no muestra un crecimiento significativo, a Jun-06 las ventas representan el 50.53% de lo alcanzado a Dic-05. Sin embargo, el margen bruto mejora debido al control del costo de ventas. (24.7% a Dic-05 y 26.5% a Jun-06).

Adicionalmente, se logra mejorar la eficiencia en los gastos de administración y ventas con lo que el margen operativo pasó de 11.6% (Dic-05) a 12.9% en Jun-06.

La utilidad operacional a Jun-06 es de USD 23.058M que representa el 56.36% de lo que alcanzó a Dic-05, y sustenta el resultado final ya que constituye el 144% del mismo. El margen operacional del período mantiene un amplio margen de excedente para cubrir el gasto financiero.

Al resultado operacional del semestre se suman ingresos no operacionales, que elevan el saldo positivo del período y se alcanza un resultado final luego de impuestos y participaciones que constituye el 53.81% de lo que alcanzó a Dic-05.

Los indicadores de rentabilidad ROA y ROE conservan un nivel se encuentran dentro de las rentabilidades más importantes del país. La rentabilidad sobre activos mantiene una tendencia positiva y estable en los últimos años (11.9% Dic-04, 12.17% Dic-05, y 12.24% a Jun-06). La rentabilidad sobre el Patrimonio se reduce levemente en este semestre debido a que el incremento del Patrimonio todavía no se compensa con los resultados del semestre sin embargo se espera que la generación de utilidades en los siguientes trimestres compensen el crecimiento y se finalice el año con la tendencia positiva observada históricamente.

La calidad y recurrencia en los resultados demuestran el conocimiento del mercado y la capacidad de planificación y reacción de la administración ante el entorno de mercado.

3. PATRIMONIO Y ENDEUDAMIENTO

PRONACA, durante el año 2005, incrementó su capital en USD 18.6 millones, mediante la apropiación de reserva legal por USD 2.6 millones y utilidades retenidas por USD 15.9 millones, llegando a un capital social de USD 141.291M.

Los niveles de endeudamiento de la empresa mantienen la tendencia de disminución observada ya en los años anteriores. De dic-04 y dic-05 la relación pasivo total frente a patrimonio desciende de 0.78 a 0.77 y a Jun-0.70 veces.

Con una posición más estresada y considerando únicamente el patrimonio tangible (reducido los activos diferidos), este indicador sería de 0.93 veces para dic 04 y 0,90 veces a Dic-05 y 0.82 veces a Jun-06, lo cual muestra un bajo nivel de endeudamiento y amplía el margen respecto del límite de endeudamiento requerido para mantener la emisión de obligaciones en el mercado (1.5 veces).

La disminución del nivel de endeudamiento observado en el semestre se da tanto por la contracción de la deuda como por el incremento del patrimonio generado por los resultados positivos del período que han sido capitalizados para fortalecer la posición patrimonial de la compañía.

La deuda financiera se reduce por el pago de la porción de corto plazo de la deuda de largo plazo y de las fracciones de la emisión de obligaciones, la deuda de largo plazo se eleva en menor proporción. Entre Dic-05 y Jun-06, se reduce en 2.35% y el patrimonio se incrementa en 4.75%.

A Jun-06 el saldo de la emisión de obligaciones en circulación (USD 2.000M) representa el 1.30% del patrimonio de la compañía a Jun-06 y sumada la emisión de papel comercial (USD 10.000M) sería el 7.77%.

Consideramos que en el segundo semestre podría elevarse nuevamente el nivel de endeudamiento por la colocación del papel comercial y la utilización de parte de las líneas de crédito que dispone la empresa.

4. CAPACIDAD DE PAGO, LIQUIDEZ

El endeudamiento de corto plazo disminuyó en el periodo pero los activos líquidos también se reducen por lo cual se estrecha ligeramente la cobertura inmediata para la deuda financiera de corto plazo, el indicador Caja e Inversiones Corriente / Deuda Financiera de corto plazo que a Dic-05 fue de 52.54% a Jun-06 es de 52.34%.

Por otro lado, la compañía es generadora de un alto flujo de caja operativo positivo y recurrente, que se mantiene en este período.

El EBITDA a Jun-06 mantiene una tendencia positiva respecto de Dic-05, es de USD 29.251M que representa el 55.14% del presentado a Dic-05. Al igual que el año anterior se fortalece básicamente por un mayor margen bruto generado por una mayor eficiencia en el control de costos de ventas y de gastos de administración y ventas.

Sin embargo, en este período la empresa financió inversiones en activos fijos e Inversiones en acciones, por lo que el flujo de caja operativo después de inversiones requirió de la utilización de una parte de los activos líquidos para financiar tanto

el pago de las obligaciones financieras de corto plazo como el pago de los dividendos pendientes a los accionistas por las utilidades del año 2005.

Por lo que se advierte una reducción de la cobertura para su deuda financiera de corto plazo. El Flujo de caja libre representan únicamente el 1.23% de la deuda financiera de corto plazo, cuando históricamente la empresa ha mantenido una cobertura muy superior, así a Dic-05 fue de 48%.

A pesar de lo anterior, consideramos que se mantiene la capacidad de pago de la empresa ya que esta situación sería coyuntural, debido a que se mantiene la fortaleza de la generación de flujos operativos con los que se recuperarían los niveles de liquidez necesarios para el cumplimiento de las obligaciones financieras, adicionalmente, desembolsos como el pago de dividendos no serán recurrentes en el segundo semestre.

El EBITDAR cubre la deuda financiera de corto plazo con un excedente del 18% y el Flujo de caja operativo representa el 97% de la deuda financiera de corto plazo.

Por otro lado, la deuda financiera total representa el 1.35 veces el flujo de fondos operativo.

En caso de que la empresa necesite refinanciar una parte de la deuda, consideramos que bajo condiciones normales la compañía tiene la capacidad para hacerlo ya que su bajo nivel de endeudamiento le permite el acceso a fuentes de fondeo tanto bancarias como en el mercado de valores. Una de sus fuentes de fondeo es el Papel Comercial que podría salir al mercado de valores en los próximos meses.

La generación de altos flujos operacionales, la sólida posición patrimonial y por ende el bajo nivel de endeudamiento nos permiten determinar que la compañía mantiene su alta capacidad de pago. Por otro lado, es importante mencionar que el crecimiento que está experimentando el negocio está financiando en su mayor parte por patrimonio, lo cual se evidencia en la baja relación de la deuda financiera total frente a la capitalización.

5. ESTRUCTURA GERENCIAL Y ADMINISTRATIVA

El actual directorio de Pronaca C.A., se encuentra en vigencia desde 2003 y permanecerá hasta el periodo 2006. Se encuentra conformado por representantes de sus dos accionistas principales, descendientes de los pioneros del negocio hace 47 años.

Pese a ser un negocio familiar, la característica principal de la administración de Pronaca C.A., ha sido el manejo técnico y profesional. Los principales cargos administrativos lo conforman especialistas en sus ramas, que no pertenecen a las familias

fundadoras. La administración se complementa con la vasta experiencia en el negocio, del Presidente Ejecutivo de Pronaca C.A., quién ha formado la empresa desde sus inicios.

La gerencia y la administración de Pronaca C.A., fue evaluada por IFC rama privada del Banco Mundial, lo que les permitió conseguir una línea de crédito directa por USD 20 MM. Además de la oportunidad de conseguir beneficios técnicos y de recursos para proyectos, que benefician el desarrollo del negocio.

A Jun-06 el número de colaboradores de Pronaca C.A. asciende a 4.895 y como grupo totalizan 7.042. En el periodo analizado hubo un incremento de 396 empleados en Pronaca y 444 empleados a nivel de grupo.

6. APOYO EXTERNO

A más de su sólida posición patrimonial la empresa ha demostrado contar con el apoyo de sus accionistas.

7. ANÁLISIS DE LA GARANTÍA

La garantía de la emisión es de carácter general. Los activos libres para constituirse en garantía, de acuerdo al artículo 25 del reglamento de emisión de obligaciones, corresponde a los activos totales de Pronaca C.A., excluidos los activos diferidos y los activos pignorados. A Jun-06 la estructura de la garantía general, es la siguiente:

GARANTÍA DE LA EMISIÓN	
Activos Totales (miles de dólares):	262.414
Activos entregados en garantía	76.321
Activos libres:	186.093
Activos Diferidos	22.484
Activos susceptibles de const. Garant. Gen.:	163.609
Monto emisión en circulación y Papel Comercial aprobado	12.000
Gar. General / Emisión en circulación y Papel Comercial Aprobado.	13.6 veces
Emisión en circul .y emis Papel Comerc./ Gar. General	7.33%

La emisión de obligaciones en circulación y la de Papel Comercial aprobada, está adecuadamente cubierta por la garantía general, tanto cuantitativa como por la calidad de la estructura del balance analizado de Pronaca C.A.

La garantía general tiene último grado de prelación en caso de liquidación.

La emisión en circulación no excede el límite de activos libres de todo gravamen.

EMPRESA: PROCESADORA DE ALIMENTOS C.A. PRONACA				
Quito, ECUADOR				
RESULTADOS	dic-03	dic-04	dic-05	jun-06
Ventas	343.390	338.725	353.483	178.601
% crecimiento	34,9%	-1,4%	4,4%	1,1%
Costo de Ventas	276.081	268.266	266.058	131.655
% crecimiento	39,7%	-6,5%	3,0%	-50,5%
Margen Bruto (%)	19,6%	23,8%	24,7%	26,3%
EBITDA OPERATIVO *	42.392	52.820	53.051	29.251
Margen EBITDA (%)	12,3%	15,6%	15,01%	16,38%
EBITDAR OPERATIVO **	42.410	52.820	53.051	29.251
Margen EBITDAR (%)	12,4%	15,6%	15,01%	16,38%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones	16.978	19.799	16.562	9.154
EBIT OPERATIVO	25.414	33.021	36.489	20.097
Gasto Financiero	3.455	3.329	3.500	2.763
Costo de financiamiento estimado (%)	6,09%	6,05%	6,54%	4,87%
UTILIDAD NETA	15.084	26.498	29.995	15.997
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	15,4%	22,5%	21,56%	21,21%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7,5%	11,9%	12,17%	12,24%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (depreciación, amortización, provisiones)	40.235	45.682	46.461	25.255
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(2.880)	(7.029)	(6.369)	1.782
Flujo de Caja Operativo Neto	37.375	38.653	41.092	27.037
Inversión en Activos Fijos	(20.893)	(14.446)	(12.280)	(4.986)
Otras Inversiones, Neto	(25.805)	(5.642)	(6.129)	(8.588)
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones	(9.323)	18.565	22.683	13.463
Variación Neta de Deuda	5.492	(11.019)	9.587	(6.211)
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	-	-	-	-
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	(3.831)	1.935	24.367	(1.748)
(3.818)	2.013			
Medidas del Flujo de Caja (Cash Flow Measures)				
EBITDA OPERATIVO	42.392	52.820	53.051	29.251
(-) Gasto Financiero (del periodo)	(3.455)	(3.329)	(3.500)	(2.763)
(-) Impuesto a la Renta (del periodo)	(2.678)	(3.127)	(3.725)	(2.582)
(-) Dividendos "preferentes" pagados (del periodo)	-	-	-	-
FFO Flujo de Fondos Operativo (funds flow from operations)	36.259	46.364	45.826	23.906
(-) Variación Capital de Trabajo	(2.860)	(7.020)	4.604	(1.044)
CFO Flujo de Caja Operativo (cash flow from operations)	33.399	39.335	50.430	22.862
(+) Ingresos no Operativos (sólo flujo)	-	-	-	-
(-) Egresos no Operativos (sólo flujo)	-	-	-	-
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-	(5.611)	(7.903)	(9.000)
(-) Inversión en Activos Intangibles	(2.919)	(3.944)	(3.197)	(2.308)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(20.893)	(14.446)	(12.280)	(4.986)
(-) Inversión en Acciones	(7.401)	(1.698)	(2.932)	(6.280)
(-) Inversión Otras	(15.485)	-	-	-
FCF Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(13.299)	13.636	24.118	288
FFO MARGIN (FFO / Ventas) (%)	9,73%	11,61%	14,27%	12,80%
(*) Cuota de Leasing (del periodo)	18	-	-	-
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	5.129	7.143	26.302	24.554
Activos Totales	218.485	227.617	260.374	262.414
Pasivo Financiero Corto Plazo	40.422	32.969	50.057	46.913
Pasivo Financiero Largo Plazo	22.056	22.723	15.505	17.402
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Deuda Financiera Total y Leasing	62.478	55.692	65.562	64.315
Patrimonio (incluye Participación Minoritaria)	107.851	128.049	147.378	154.375
Capitalización ***	170.329	183.741	212.940	218.690
Contingentes	12.594	12.902	16.986	18.817
Activo Pignorado	34.563	72.191	76.875	76.320
Activo Diferido - (Activo Intangible si no está pignorado- sumar manualmente)	22.597	21.067	21.816	22.464
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	149.131	133.016	161.683	163.610
Emisión de Obligaciones en Circulación	10.000	6.800	3.600	2.000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	14,91	19,56	44,91	81,81
Límite Legal para Emitir Obligaciones	119.305	106.413	129.346	130.888
INDICADORES FINANCIEROS	dic-03	dic-04	dic-05	jun-06
EBITDAR / Gasto Financiero y Cuota leasing del periodo (x)	1,21	15,87	15,16	1,59
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo, Acciones, Otras) / Gasto Financiero (x)	-1,25	9,83	9,90	5,67
Deuda Financiera y Leasing / EBITDAR Anual (x)	1,47	1,05	1,24	1,10
Deuda Financiera, Leasing y Contingentes / EBITDAR Anual (x)	1,77	1,30	1,56	1,42
Deuda Financiera y Leasing / FFO Anual (x)	1,72	1,20	1,43	1,35
Deuda Financiera, Leasing y Contingentes / FFO Anual (x)	2,07	1,48	1,80	1,74
FCF / Deuda Financiera y Leasing Anual (%)	-21,3%	24,5%	36,8%	0,9%
Deuda Financiera y Leasing / Capitalización (%)	36,7%	30,3%	30,8%	29,4%
Deuda Financiera y Leasing / Pasivo Total (%)	66,6%	66,9%	68,0%	69,5%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	4,5%	7,7%	7,4%	7,7%
Pasivo Total ajustado Leasing / Patrimonio (x)	1,03	0,78	0,77	0,70
Pasivo Total ajustado Leasing/ Patrimonio Tangible (x)	1,30	0,93	0,90	0,82
Pasivo Total ajustado Leasing, Contingentes/ Patrimonio Tangible (x)	1,45	1,05	1,04	0,96
Pasivo Total ajustado Leasing y Contingentes+ Nuevas Inver/ Patrimonio Tangible (x)	1,45	1,40		
LIQUIDEZ				
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo	12,69%	21,67%	52,54%	52,34%
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera y Leasing (%)	64,70%	59,20%	76,35%	72,94%
CFO / Gasto Financiero y Cuota de Leasing	2766,69%	1181,69%	1440,86%	827,43%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,90	1,41	0,92	1,02
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,83	1,19	1,01	0,97
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	3,65	6,51	5,07	6,89
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	3,35	5,52	5,57	6,69
EBITDAR / Deuda Financ. Corto Plazo+cuota leasing periodo+gasto financ. periodo (x) anual	0,97	1,46	0,99	1,18
EBITDAR / Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros (x) Anual	3,15	5,05	4,23	6,03
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,33	0,41	0,48	0,01
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-1,34	1,91	2,67	0,08
OTROS INDICES		15.912	4.604	-1.044
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	21.718	37.630	42.234	41.190
Liquidez Corriente (x)	1,29	1,59	1,50	1,53
Liquidez Acido (x)	0,61	0,67	0,70	0,63
Activos Monetarios/ Pasivo Corriente (x)	0,52	0,54	0,66	0,61
Activo Corriente / Pasivo Total (x)	0,87	1,01	1,13	1,10
Patrimonio / Activo Total (x)	0,49	0,56	0,57	0,59
Días de Cuentas por Cobrar	35	29	30	23
Días de Inventarios	66	82	91	95
Días de Cuentas por Pagar	28	23	27	19
Días de Capital de Trabajo	28	52	57	56
Días de Ciclo de Operación	-45	-35	-38	-43
Vencimientos Deuda Financiera				
Año	2005	2006	2007	2008
Vencimientos Emisión Obligaciones	3.200	3.600	0	0
Vencimientos Otra Deuda Financiera	29.769	12.997	0	0
Total	32.969	16.597	0	0
(x) Índice expresado en número de veces				
* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización				
** EBITDAR = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización				
*** Capitalización= Deuda Financiera Total + Patrimonio.				
**** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Financiera Total, Otros y Leasing				