

Ecuador

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

Septiembre 2007

RATING			
Tipo Instrumento	Rating Anterior	Rating Actual	Fecha
Papel Comercial Vigente	AAA	AA+	Sep-07

DESCRIPCIÓN PAPEL COMERCIAL VIGENTE

Monto del Programa	USD. 10´000.000
Vencimiento Programa	Junio-2008
Monto Vigente a Jul-07:	USD. 6´500.000
Hasta 180 Días (Vence)	USD. 1´500.000
Hasta 359 Días (Vence)	USD. 5´000.000
Destino	Reestructuración Pasivos
Garantía	General
Resguardos	NO

ANALISTAS

Patricio Baus, Ecuador.
593-2 222-323
pbaus@bankwatchratings.com
María Sol Merino, Ecuador.
mariasol.merino@bankwatchratings.com
593-2 222-323

PERFIL DE LA EMPRESA

PRONACA se encuentra ligada a dos sectores industriales, operando desde 1958 en el sector agrícola y desde 1979 en el sector de alimentos (procesamiento de carne de aves, res, porcino, comercialización de arroz y conservas, producción huevos comerciales). A julio 2007 el 92% de los ingresos de la compañía se generó en el negocio de alimentos y el 99.9% se canalizaron como ventas locales. Su experiencia en la integración con proveedores y compradores, les ha permitido consolidar su presencia y prestigio en el mercado local. Su producto estrella es la carne de pollo, no obstante, las otras líneas van teniendo importancia en el nivel de ventas. Las principales materias primas son maíz duro y soya; la primera se proveen en un 40% en el exterior y en el segundo caso el 97%. El fuerte de la materia prima se adquiere en el primer semestre del año. El crecimiento de producción en ambas líneas industriales, en los últimos cinco años, es producto de una fuerte inversión en activos fijos y tecnología realizada en el 2001 y de constantes pero decrecientes inversiones en estos factores cada año. El paquete accionario se encuentra controlado por dos familias inversionistas ecuatorianas que poseen el 89.67%, quienes además han tenido y tienen inversiones en otras empresas vinculadas a las líneas de PRONACA y para las cuales, ésta última, se maneja como tesorería central.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados a Diciembre del 2006, balances internos a Mayo y Julio del 2007, y la información adicional presentada, el Comité de BankWatch Ratings decidió bajar la calificación de la emisión de Papel Comercial vigente en el mercado de valores a "AA+".

Calificación que conforme al mercado de valores corresponde a: **AA: "corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general"**

La calificación otorgada reconoce las estrategias de la administración para alcanzar su franquicia en el mercado nacional y los resultados históricos de la empresa. La capacidad en ventas para absorber en el mediano plazo el evento coyuntural del comportamiento de las materias primas. Y la posibilidad de generar liquidez a través de terceros.

El desarrollo de las actividades de PRONACA en sus líneas de negocio, se sustentan en la integración de las cadenas de valor, tecnología y conocimiento del mercado, permitiéndole diversificar sus productos y mantener alta calidad de los mismos, esto es una de sus ventajas competitivas que justifican su posición de liderazgo en la línea de procesamiento de aves, embutidos y alimentos balanceados; asimismo, participaciones crecientes en arroz, huevos comerciales y conservas.

La estrategia de diversificación de productos ha sido apoyada por la administración al conformar una cadena de distribución con cobertura nacional y venta universal multimarca, que ha permitido a la compañía desconcentrar las ventas y obtener estabilidad en el nivel de las mismas.

La empresa históricamente ha sido generadora de sólidos flujos operacionales y de caja. Año a año el patrimonio de la empresa se ha fortalecido con aproximadamente el 50% de los resultados, garantizando de esta forma un bajo endeudamiento.

Nuevas estrategias de los accionistas para los próximos cinco años, están encaminadas a profundizar participaciones de mercado en líneas que generan mayor rendimiento y proporcionar volumen a aquellas en las cuales los márgenes son reducidos

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.

y sensibles a la variación del precio, pero con importante mercado local (línea de aves). Estas estrategias pretenden minimizar, a futuro, la volatilidad del precio de sus materias primas, que en el caso particular del maíz, desde el último trimestre del 2006 hasta mediados del 2007, ha sufrido un importante alza impulsado por la demanda de este producto para la transformación en bio combustible, a nivel internacional. A nivel local se ven afectados en productos como el arroz, en razón de un desabastecimiento en el país en este año.

Como resultado del incremento en el costo de las materias primas, otros costos variables, y el descalce en tiempo y proporción del aumento del costo a los precios al consumidor, la utilidad de Julio 2007 muestra que se mantiene reducida la generación operativa de PRONACA.

Frente a lo observado a mayo de este año, el EBITDA a Julio mejora gracias al aumento de precios en algunos de sus productos de diversificación, sin embargo, éste se conserva disminuido respecto a su generación histórica. Representa el 88% de lo generado en Junio-06 y el 41% a dic-06.

El Flujo de Caja Operativo negativo de PRONACA se profundiza de USD 577 M en Mayo 07 a USD 14,3 MM en Julio 07, debido a un mayor requerimiento para financiar inventarios, que no fue considerado en las nuevas proyecciones de la empresa realizadas en mayo de este año. A esto se suma el continuo aporte de recursos para inversiones de largo plazo en empresas relacionadas y el inicio de inversiones relacionadas con las nuevas estrategias de PRONACA.

Con esto el índice de endeudamiento, que se conserva bajo, sigue creciendo (0.95% en dic-06 a 1.13% en jun-07,) y lo hace concentrado en el corto plazo (75%), presionando aún más la liquidez de la empresa.

La cobertura del Flujo de Caja Operativo versus La Porción Corriente (donde se registra la deuda de Papel Comercial que hace referencia este estudio), alcanzó en mayo -0.08 y para julio se ubica en -1.59 veces.

La calificadora considera que en este momento la empresa está sujeta a factores externos, que no se pueden pronosticar y controlar, como es el hecho de demandas extraordinarias de inventarios ante fluctuaciones de mercado. Por otra parte, es importante medir aquellos factores internos que en el corto plazo ahondan el momento atípico de PRONACA C.A.

Las proyecciones de la empresa para el 2007 y 2008 demuestran que el flujo de caja operativo se encuentra coyunturalmente afectado por el requerimiento no recurrente de mayor materia prima y que para los cierres anuales, este se recuperará, aunque no lo suficiente para que en el mediano plazo el flujo libre de caja vuelva a ser positivo, dado las proyecciones de inversiones en proyectos de

PRONACA como por las inversiones en empresas de sus accionistas.

Cualitativa y cuantitativamente la garantía cubre adecuadamente la emisión de Papel Comercial vigente por USD 6.500 M.

La calificadora estará pendiente de los resultados siguientes de PRONACA.

■ FODA

Fortalezas y Oportunidades

- Plana gerencial con vasta experiencia en las líneas de negocios en que operan.
- Desarrollo de productos de calidad y con valor agregado, permite sostener buena participación en el mercado nacional.
- Cadena de distribución.
- Grado de endeudamiento adecuado.
- Importante respaldo patrimonial y de buena calidad.
- Estrategia comercial enfocada a priorizar segmentos de mercado y línea de productos a nivel local.
- Estrategia enfocada a mejorar margen, mediante mayor producción de materia prima local.
- Apertura de nuevos mercados.

Debilidades y Amenazas

- Sensibilidad de los resultados a variabilidad a precios de materia prima, por ser la línea alimenticia, productos de demanda elástica.
- Liquidez apretada por la utilización de fondos para inversiones de largo plazo en compañías relacionadas.
- El mercado avícola de márgenes reducidos: sensible a la capacidad de consumo de la población, cambio en la preferencia del consumidor, 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.
- Cantidad importante de competidores informales a nivel local.
- Incertidumbre política provoca restricción de líneas de crédito locales e internacionales y salida de liquidez del país.
- Sistema de información gerencial.

■ EVENTOS SUBSECUENTES

En el transcurso del 2007 PRONACA absorberá a la empresa relacionada por accionistas Comnaca (producción y comercialización conservas marca Gustadina, activos por USD 2,8 MM) y a la inversión de PRONACA en Ecuadasa (producción embutidos marca Plumrose, Danesa), con un volumen de activos por USD 19 MM a mayo 2007.

Al contrario de las fusiones de empresas relacionadas por accionistas, que desde el 2002 se vinieran realizando, estas empresas no ingresan al balance de PRONACA con resultados operativos negativos y reducción o eliminación de capital. En el primer caso aportaría con reducción de costo en razón de que se elimina la intermediación comercial y en el segundo caso se optimizaría la producción de esta línea de negocio. A la vez, en el caso de Ecuadasa, sumaría marcas y activos a los de PRONACA y no representaría incremento de endeudamiento. Sin embargo, Comnaca generará una nueva cuenta por pagar a los accionistas por la valoración de las acciones. Se desconoce el monto y la forma de pago.

Para el 2008, se proyecta la absorción de la empresa relacionada por accionistas, Inaexpo. A la fecha, PRONACA ha desembolsado USD 4.050 M como inversión en acciones de esta empresa ubicada en Brasil y dedicada a la producción de palmito cultivado. La estructura de balance a julio de este año asciende a USD 17 MM y la gestión operativa presenta resultados positivos aproximadamente por USD 1,3 MM. La necesidad actual de esta empresa es el crecimiento de la producción, por lo que requiere de capital de trabajo de aproximadamente USD 5 MM. Para el efecto buscan realizar un joint venture con inversionistas brasileños.

GOBIERNO CORPORATIVO

■ ADMINISTRACIÓN

El actual directorio de PRONACA., se encuentra en vigencia desde el 2006 y permanecerá hasta el periodo 2009. Este cuerpo está conformado por representantes de sus dos accionistas principales, descendientes de los pioneros del negocio hace 49 años.

El staff gerencial de PRONACA que representa los negocios en Ecuador, la componen profesionales con sólida experiencia en el negocio y su entorno, que no pertenecen a las familias fundadoras y que han respaldado el crecimiento técnico del negocio. La administración se complementa con la vasta experiencia de sus accionistas en los negocios originales.

■ ACCIONISTAS Y SOPORTE

ACCIONISTAS	PARTICIPACION
Familia Baker	48.56%
Familia Klein	41.11%
Juan Ribadeneira	9.17%
Otros con participación menor	1.15%
TOTAL (miles de USD) Jul-07	169.837 M

Fuente: Pronaca
Elaboración: BWR

La estructura accionarial se mantiene concentrada en dos grupos familiares, que van abriendo su participación hacia nuevas generaciones. A la fecha de análisis la participación de terceros representa el 10.32%.

En los últimos cinco años, el fortalecimiento del patrimonio ha provenido de los resultados generados por PRONACA. Esta fuente, adicionalmente, ha sustentado el reparto anual de dividendos y la absorción de empresas con deficiencia patrimonial.

Entre mayo y julio de este año se formaliza la capitalización del 83% de los resultados del ejercicio 2006 (USD 29,3 MM), con lo cual el capital pagado se eleva a USD 170.774. No obstante en este ejercicio el patrimonio no conserva su comportamiento creciente afectado por el descenso en los resultados del periodo.

A la fecha el patrimonio de la empresa respalda adecuadamente sus riesgos en monto y calidad. Está compuesto en un 93% por Capital Primario (Capital Social y Reserva Legal).

■ DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

El negocio se inició en 1958 con la Compañía INDIA, dedicada a la importación de agro insumos y pollitas. En 1965 instalan la Incubadora Nacional C.A. INCA con el propósito de sustituir la importación de pollitos de un día por pollitos incubados en el país. Y en 1979 crecen en la cadena de valor con la constitución de la empresa Procesadora Nacional de Aves C.A. PRONACA., primera procesadora de pollos en el país. En 1999 cambia su razón social por la de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA.

Con el cambio en la denominación de la empresa también vino la estrategia de diversificar líneas de productos procesados para lo cual realizan inversiones importantes que les permita ofrecer además de carne de pollo, carne de cerdo, embutidos, carne de res, de pavo y gallina. Se especializan en segmentos de mercado y ofrecen productos con valor agregado como: congelados, precocidos.

La experiencia en integración vertical hacia atrás con sus proveedores de pollos y materia prima como el maíz duro, semillas y arroz, la tecnificación de sus procesos y la red de distribución de cadena de frío, ha permitido consolidar la calidad de los productos de PRONACA en el mercado local.

Los accionistas de PRONACA tienen empresas independientes que complementan el giro de su negocio. Razón por la que se ha establecido relaciones comerciales, pero también de financiamiento corriente y de largo plazo con estas empresas.

En el 2003 la decisión de los accionistas fue fusionar a PRONACA empresas proveedoras relacionadas por sus accionistas. Estrategia que se ha mantenido hasta diciembre del 2006 y se proyecta nuevas fusiones hasta el 2008. En términos comerciales las fusiones han ampliado la presencia de la empresa en el mercado y aprovechan de economías de escala en la producción. No obstante, ha significado endeudamiento con los accionistas, con terceros, desaceleración del crecimiento del patrimonio al

asumir resultados acumulados negativos y el costo de oportunidad de la liquidez cedida.

FUSIONES

Empresa	Año	Negocio
Prodirecto S.A.	2003	Huevos comerciales y arroz. Marcas Indaves, Gustadina y Rendidor.
Enaca (escisión)	2003	Empresa sin línea de producción, comercialización y marcas de tilapia y camarón.
Industrial y Agrícola INDIA	2004	Productos agrícolas y asesoría técnica.
Alimentos preparados ALIPRECA	2004	Empresa sin línea de producción. La marca de comida rápida POLLO CAMPERO y otros activos fueron vendidos por los accionistas en el 2005.
Flornaca Florícola C.A.	2005	Empresa sin línea de producción. Los activos importantes fueron vendidos por los accionistas en el 2005.
Marharvest S.A.	2006	Escisión de Enanca. Empresa sin línea de producción, comercialización y marcas de tilapia y camarón.

Fuente: Pronaca
Elaboración: BWR

A julio del 2007, de acuerdo a datos proporcionados por PRONACA, 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), Aleproca (hortalizas), Comnaca (conservas), Enaca Seafood (camarón y tilapia), Marine Products Overseas (productos del mar), Mardex, Menaca, Avícola del Valle, Granda Pumbo, Inmobiliaria los Granados, Finabek C.A., Golden (off shore financiera), Incasa (cartones).

Los accionistas esperan vender Enaca Seafood (camarón y tilapia), aprovechando de la recuperación de la producción y precio de los productos.

■ ESTRATEGIAS HASTA 2012

PARTICIPACIÓN DE MERCADO Actualizado a Mar-07

LÍNEA	2006	2012*
	Part.	Part.
Pollo (Mr. Pollo)	41.4%	45%
Cerdo (Mr. Chancho)	19%	35%
Embutidos Pronaca *	8.2%	30%
Embutidos Ecuadasa*	13.0%	30%

Mayonesa (Gustadina) Comnaca	13.4%	
Salsa de Tomate (Gustadina)Comnaca	10.8%	
Mermeladas (Gustadina) Comnaca	23.2%	
Arroz (Gustadina y Rendidor)	6.1%	20%
Huevos (Indaves)	9.6%	14%
Alimento Balanceado (aves)	44%	
Alimento Balanceado (mascotas)	55.6%	
Alimento Balanceado (ganado)	53%	
Alimento Balanceado (cerdos)	52%	
Alimento Balanceado (caballos)	27%	
Pollitos BB INCA	26%	

* Incluye carne de res, pescado y embutidos. Desaparecerá la denominación Ecuadasa, pero la participación del 2012 sumará la participación de ambas.

Fuente: Pronaca
Elaboración: BWR

Las estrategias de PRONACA hasta el 2012 se orientan en afianzar la calidad de sus productos y participaciones de mercado local de las actuales líneas de negocio, para lo cual planifican actividades como compañía y también mantienen la estrategia de internacionalización de capital como inversionista en nuevas empresas y países.

Como PRONACA, en sus líneas de negocio locales se pretende afianzar la participación de su producto estrella, que es el procesamiento de pollos, hasta llegar a una participación de mercado local de 45% en el año 2012.

También aprovechar de la otra porción de mercado que consume otros tipos de carnes: res, porcino, pescado y embutidos; donde PRONACA ha alcanzado interesantes participaciones y maneja amplios márgenes respecto al pollo y demás líneas de negocios que administra PRONACA. Para el efecto se asumirá la inversión de una de las empresas de sus accionistas: Mardex (producción de pescado) manejada a través de un joint venture a nivel local. Además, la absorción de la empresa Ecuadasa, dedicada a la producción de embutidos marca Danesa y Plumrose para el mercado local. Esta empresa es 100% de PRONACA desde el año 2003.

Para el proyecto de ampliación de carne de res se ha contratado expertos uruguayos que aportarán con experiencia en el manejo y procesamiento de este animal.

Los proyectos anteriores derivará en la optimización del servicio tercerizado de la red de distribución de cadena de frío.

En lo que se refiere a las líneas de negocio donde el margen es reducido, como el arroz y huevos comerciales, pero que han alcanzado buena posición en el mercado y en razón de que existe una importante demanda insatisfecha, la estrategia es ampliar el volumen de producción local.

Para la línea de arroz, es necesario y por lo cual se contempla en las estrategias, la ampliación de los integradores de semillas padres (aquellos que reproducen la semilla original o semilla abuelos) y de productores finales.

La línea de conservas será asumida por PRONACA al absorber totalmente la empresa relacionada por accionista, Comnaca. Lo cual les permitiría en el corto plazo reducir costos y en el mediano plazo ampliar la base de productos y marcas que esta empresa comercializa.

En lo que alimento balanceado se refiere no habría mayor modificación en su actual producción local, por cuanto, en las líneas más importantes se ha alcanzado el liderazgo. Más bien la estrategia apunta a replicar este negocio en países como Perú y Colombia, posiblemente, mediante un joint venture con inversionista local.

INVERSIONES EN ACCIONES Valor Contable en (Miles USD)

EMPRESA Año de inversión contable	Julio 2007	Mayo 2007	PART. % Jul07
Ecuadasa (2003)*	15.215	15.215	100
Inaexpo Brasil (2006)	4.050	2.050	
Mardex (2006)	2.850	1.500	50
TC Tesalia Corp. (2004)	3.687	3.687	100
Colombia-Bogotá (2001)	164	132	4.8
Produastro (2005)	7.365	6.365	51.06
Fideic. Agrión. (2003)	3.191	3.191	83.68
Otras	241	1.623	
TOTAL	36.763	33.763	

* Goodwill pendiente de amortizar por USD 12 MM.

Fuente: Pronaca
Elaboración: BWR

De otra parte, las estrategias con las inversiones en acciones, se encaminan a reducir costos como en el caso de Fideicomiso Agroinversiones que financia a proveedores locales de maíz duro y arroz; asimismo, por la inversión a mediano plazo en Produastro (hidroeléctrica) que le permitirá, principalmente, reducir el costo de energía eléctrica. La participación en la inversión que asciende a USD 50 MM es del 51%, la cual tendría el financiamiento de la CAF a 8 años plazo que incluye 2 años de gracia. Hasta el momento, PRONACA necesitaría desembolsar para el 2007 USD 10,3 MM adicionales a los USD 6,3 MM invertidos. La diferencia sería desembolsada en el 2008. El inicio de los desembolsos del organismo multilateral se espera para principios del 2008 y el inicio de la operación de la planta hidroeléctrica para el primer semestre del 2009.

El caso de Mardex y Ecuadasa aportan a la estrategia de profundización de líneas de productos de PRONACA mencionadas con anterioridad.

La inversión en TC Tesalia Corporation y ésta a su vez en Pronaca Colombia-Bogota, tiene como fin el expandir el negocio de PRONACA en Colombia.

Pronaca Colombia-Bogotá, produce y comercializa productos con valor agregado (carnes listas); la materia prima es local. La inversión actual asciende a USD 3,7 MM. Además mantiene un endeudamiento por USD 5 MM cuyo pago y garantía lo asume PRONACA, dado el retraso en llegar a punto de equilibrio; se espera flujos positivos en dos años más. La operación (capital de trabajo) y el mercado colombiano (para posicionamiento), demandan de un socio local inversionista. Ésta sería la nueva estrategia.

Por último, Inaexpo, localizada en Brasil y dedicada a la producción de palmito cultivado en ese país. La calidad de la producción les ha valido reconocimiento mundial ubicándose en tiendas exclusivas en Francia. Planifican aprovechar la relación producto - marca PRONACA para ampliar mercados en el exterior. Actualmente requiere de aportación de capital por lo que buscan socio estratégico en ese país.

El crecimiento en el nivel de inversiones en acciones comienza en el año 2003 (USD 7,5 MM), pero es en el 2006 y lo que va del 2007 cuando se realizan los desembolsos mayores. En el 2004 el nivel en este tipo de inversiones asciende a USD 12MM, se incrementa a USD 15 MM en el 2005 y se duplica casi para el 2006 a USD 26 MM; para llegar a USD 36,7 MM a julio de este año.

■ OPERACIONES

Las ventas de PRONACA 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.

A nivel local, Pronaca C.A. ha caracterizado su trayectoria en el mercado ecuatoriano, por el desarrollo constante e innovador de su negocio, entregando al mercado productos con calidad y valor agregado.

LINEA DE AVES

Esta es una línea de producción de ciclo corto. El éxito en ésta consiste en la integración con los proveedores de pollos, maíz, transporte y comercialización. Se manejan mediante un convenio de producción y compra en el caso de las granjas de pollos y agricultores; en el caso del transporte se garantiza producción estable y calidad en el caso de comercialización. En todos los casos les proveen de capacitación, tecnificación, financiamiento o respaldo para la apertura de líneas de crédito local y desarrollo de imagen corporativa.

Hacia atrás la cadena de valor comienza por la importación de aves reproductoras de un día, éstas proveen de aproximadamente 165 huevos para ser incubados; al día que nace el pollito, es entregado a las granjas integradas para que en 6 semanas sean

devueltos a PRONACA para el procesamiento. El alimento balanceado se los provee PRONACA el mismo que se elabora entre otras cosas con maíz duro (70%).

EMBUTIDOS

Alternativas entre embutidos de pollo, pavo y cerdo son procesados por PRONACA. Su empresa Ecuadasa que cubre el mercado de la costa principalmente, provee mayor variedad sobre la alternativa de cerdo y res.

ARROZ

PRONACA compra la producción local a sus integrados de arroz. Vale mencionar que existe prohibición de importar arroz. La operación consiste en pilar el arroz y dejarlo secar según el tiempo de vejez requerido para el mercado, lo cual varía entre 60 y 180 días. EL stock mínimo requerido es de una cosecha. Para asegurar la calidad del producto, PRONACA les provee de semillas a los productores. El tiempo de siembra y cosecha dura entre 3 a 5 meses. En el país se manejan dos épocas de siembra y cosecha, la de invierno, que es la más productiva alrededor del 70% de la producción nacional, comienza noviembre, diciembre y se cosecha de marzo a mayo. La siembra de verano comienza en julio y se cosecha en octubre. El 50% de la necesidad de PRONACA en arroz (52 TM actual) les provee sus integrados.

CERDO

Localmente, PRONACA ha marcado diferencia en los productos derivados de este animal, debido al proceso de crianza, alimentación y procesamiento. La cadena comienza en granjas propias con la importación de abuelas de 110 días de edad, a los 210 días pueden procrear. Se logra 27 cerdos por abuela y 2.56 camadas al año. Se escogen madre y el proceso se repite. El cerdo para procesamiento requiere de 265 días y un peso de 220 kilos. El alimento balanceado es en base de maíz (60%) y soya (27%).

CONSERVAS

Comercializa los productos de la empresa Comnaca, relacionada por accionistas. Los productos son mermeladas y salsas preparadas a partir de productos frescos. También la línea de aceite de girasol el cual es maquilado para Comnaca.

ALIMENTO BALANCEADO

PRONACA produce alimento balanceado para aves, cerdos, caballos, ganado y mascotas, con base en sus propias fórmulas.

■ MERCADO Y COMPETENCIA

Pronaca C.A. dirige sus líneas a los estratos económicos bajo, medio y alto. Específicamente en la línea de procesamiento de pollo, los segmentos de mercado 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.

La participación en las ventas acumuladas a Jul-07 de sus principales líneas se muestra en el siguiente cuadro:

Productos	Jul-07	Dec-06	Dec-05	Dec-04
Línea de aves	41,33%	46,15%	47,89%	51,21%
Nutrición animal	28,28%	25,63%	24,64%	23,36%
Embutidos	5,55%	5,81%	6,02%	5,45%
Carne de cerdo	9,839%	10,66%	10,13%	9,16%
Línea agropecuaria	4,19%	3,06%	2,81%	1,95%
Conservas, Arroz, H. Comerciales	9,886%	8,40%	7,95%	7,44%
Otros	0,92%	0,29%	0,57%	1,44%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

La principal competencia de la carne de pollo, de cerdo, huevos y arroz es el sector informal (sin marca). En embutidos y 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

El 65% del costo de ventas se destina a materias primas. Las principales materias primas que requiere PRONACA son comerciales o commodities como el maíz en grano (60%) y soya en pasta y grano (28%). Las necesidades actuales de estos productos se ubican en 335.000 TM de maíz amarillo no. 2 o superior y 160.000 TM de soya. Para la comercialización de arroz, al momento demandan 52 TM.

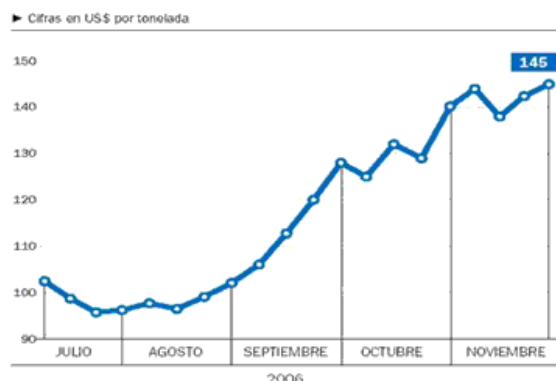
El 97% de la soya y el 40% del maíz se importan, en tanto, el arroz es 100% de producción local.

La dependencia a las materias primas comerciales por un lado les hace sensibles a la variación del precio internacional y, por otra parte, a la estabilidad de su producción que se puede afectar por factores externos como el clima.

Desde el último trimestre del 2006, principalmente, la creciente demanda de bio combustible está impulsando al alza el precio de alimentos como el maíz, el cacao, el café y el trigo. Los precios del maíz han alcanzado en el 2007 su mayor nivel en más de una década y el menor stock final para el 2007-2008 en los últimos 25 años, señalan noticias internacionales. Para el segundo semestre del 2007, una menor demanda de maíz detiene el crecimiento de su precio. Con esto, el precio en la Bolsa de Chicago, que había venido subiendo en forma sostenida, hasta alcanzar a más de US\$ 180 por tonelada, comenzó a bajar en forma brusca el día 19 de junio, lo que continuó durante dos semanas, alcanzándose un mínimo de US\$ 148 por tonelada el 3 de julio del 2007, se anuncia en el portal de Chile

Potencia Alimentaria¹. Sin embargo, el aumento del precio ya se ha dado y eso es lo que deberá asumir PRONACA. Un crecimiento del precio del 32% por saco aproximadamente.

Cotización de maíz Mercado de Chicago, USA



Fuente: Chicago Board of Trade, Diciembre 2006

Histórica Volatilidad del Precio del Maíz por TM

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Yearly Average
2004	26	17.9	23.6	26.3	27.6	29.9	21.7
2005	20.1	20.9	22.6	20.1	25.0	33.8	21.9
2006	19.1	23.1	30.7	19.8	31.3	28.8	28.8
2007	38.1	27.9	23	36.8	42	38.1	34.3
Mean	16.8	14.1	16	16.8	20.4	23.2	18.6
High	38.1	27.9	30.7	36.8	42	56	56
Low	7	5.7	6.8	6	5.6	6.3	5.6

Fuente: Chicago Board of Trade, Agosto 2007

Reporte diario de Precios de Contado de Maíz en diversos Mercados Internacionales 6 de Agosto 2007 (Dólares por Tonelada)

Tipo de producto	Lugar de entrega	Último precio	Valor	Cambio neto	Precio anter	Día actual 2007	Día anter 2007
Amarillo Yellow	Amarillo, Texas	134.25	↑	0.79	133.46	06/08	03/08
Amarillo no. 2 de exportación	Del Golfo	148.22	↑	2.17	146.06	03/08	02/08
Amarillo no. 2	Kansas City	128.73	↑	1.18	127.55	03/08	02/08
Amarillo	Golfo de Lousiana	147.24	↑	1.57	145.66	06/08	03/08
Amarillo no. 3 de exportación	Portland, US	175.78	↓	-3.35	179.13	03/08	02/08

Fuente: ASERCA con datos de REUTERS

La estrategia de PRONACA respecto a la provisión del maíz local ha sido y será ampliar el número de productores integrados. La integración se caracteriza por el manejo de un contrato de producción y compra (precio mínimo el de sustentación referente), la provisión de la semilla, capacitación para mejorar la producción y el financiamiento conjuntamente con la Corporación Andina de Fomento.

INFRAESTRUCTURA Y TECNOLOGÍA

La compañía cuenta con 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, especialmente en la calidad y conversión del producto, por lo que mantienen especialistas en producción agrícola y animal.

En temas relacionados con medio ambiente y seguridad industrial cumplen la normativa local.

DISTRIBUCIÓN Y RED COMERCIAL

PRONACA terceriza la distribución de sus productos a una amplia red de camiones que sirven a sus integrados comerciales como a los canales propios. Con estos proveedores manejan atractivas condiciones de trabajo, lo que ha garantizado el servicio a PRONACA.

La estrategia comercial de integración hacia adelante, ofreciendo a sus distribuidores zonales (32 a la fecha), productos e imagen corporativa, respaldo para acceder al sistema financiero local, y capacitación, les permite lograr un importante número de puntos de venta a nivel nacional (45 M aprox.) y la desconcentración de la relación con autoservicios (actualmente representa el 7% de las ventas totales).

El área comercial de PRONACA maneja las relaciones con clientes institucionales y directos. Además poseen 3 locales propios.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

A julio-07 el número de colaboradores de PRONACA C.A. asciende a 4.649 distribuido en: 36 personal ejecutivo, 1.574 personal administrativo, 3.039 personal operativo. Como grupo totalizan 7.042. En el último año la estructura administrativa decreció de 246 empleados en Pronaca y 444 empleados a nivel de grupo.

ESTUDIO TÉCNICO

1. ESTRUCTURA FINANCIERA

Este análisis se fundamenta en los estados financieros auditados por Deloitte hasta Diciembre del 2006 y directos a Julio 2007 de Procesadora Nacional de Alimentos Pronaca C.A.

El balance auditado de Pronaca C.A., no se encuentra consolidado con sus empresas relacionadas por propiedad. Además, éste presenta los saldos de cuentas por cobrar a compañías relacionadas netos

¹ www.chilepotenciaalimentaria.cl/content/view/4313

de las cuentas por pagar a compañías relacionadas. No obstante, para nuestro análisis hemos desagregado las cuentas por cobrar y por pagar a compañías relacionadas, con el fin de determinar con mayor precisión la estructura y los flujos de la empresa.

A Jul-07 los activos de PRONACA presentan un crecimiento de 11.73% respecto a Dic-06 con lo que llegan a un total de USD 325,237 M.

EMPRESA PRONACA C.A.	dic-05	dic-06	jun-06	jul-07
PARTICIPACION				
Total Activo Corriente	49%	50%	45%	52%
Fondos Disponibles	4.2%	2.7%	2.4%	2.8%
Inversiones temporales	5.9%	6.4%	7.0%	5.6%
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	11.4%	13.4%	8.7%	11.8%
Inventarios Neto	26.0%	24.3%	26.6%	29.3%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.7%	0.1%	0.9%
Gastos pagados por anticipado	1.4%	2.2%	0.5%	1.8%
Préstamos por Cobrar	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
Total Activo No Corriente	51%	50%	55%	48%
Propiedades	33.6%	30.0%	32.9%	27.6%
Inversiones en Acciones Emp. Relacionadas y/o Vinculadas	5.9%	9.0%	8.2%	11.3%
Cuentas por Cobrar LP Accionistas/Relacionadas	3.2%	4.0%	5.0%	2.5%
Activos Intangibles	8.4%	7.2%	8.6%	8.2%
ACTIVOS TOTALES	100%	100%	100%	100%

La participación del activo corriente se encuentra dentro de lo histórico, aunque con una mayor representación de inventarios terminados, a diferencia de jun-06 cuando la materia prima fue representativa. La respuesta a esto sería la sobre oferta de pollo sin marca, que de acuerdo a la capacidad de los pequeños productores, sacan al mercado por una ocasión en el año y no necesariamente en épocas determinadas.

Los rubros más importantes del activo corriente (bancos, inversiones, cuentas por cobrar e inversiones), mantienen la calidad considerando la liquidez de los mismos.

Bancos e Inversiones de hasta 90 días responden a las necesidades de caja y reserva de liquidez de la empresa por lo que se encuentran colocados en instituciones financieras locales e internacionales calificadas en grado de inversión.

Cuentas por Cobrar Comerciales –básicamente cartera local- conserva la morosidad histórica de hasta el 4%, para lo que mantienen provisiones excedentarias. El manejo comercial les permite la diversificación del portafolio y el control de la misma, con lo que la rotación del activo no desmejora, sin embargo, tampoco se ubica en sus mejores picos de 25 y 30 días; a julio el retorno de la fuente es de 35 días.

Inventarios es el activo que mayor demanda de flujo ha tenido en los últimos periodos, como resultado del aumento en ventas. Normalmente la mayor demanda de inventarios se da en el primer semestre del año. A jul-07 manejan 105 días de inventario en promedio, nueve días más frente a jun-06, debido al comportamiento antes mencionado del mercado de materias primas.

Materia prima en fábrica sumado a aquella en tránsito representan la porción más importante del activo con el 53.4%, seguido por productos en proceso con el 23.7%, productos terminados 20.1% (16% en jun-06) y otros 2.7%.

Los productos en proceso, son los que requieren mayores días de financiamiento por el tiempo del proceso productivo que se requiere, especialmente en el cerdo que 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 hasta el inventario reportado mensualmente.

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. Los días de estos inventarios son de 21 días a jul-07.

Los demás rubros del activo corriente son Cuentas por Cobrar de Corto Plazo a Compañías Relacionadas y Gastos Administrativos. Al contrario de lo observado en jun-06, estos rubros se incrementan pero mantienen su baja participación en el activo total (2.83% a jul-07).

Los Activos fijos están compuestos por granjas avícolas y porcinas, plantas de procesamiento, edificios, vehículos. La representación de estos activos frente al activo total tiene una participación decreciente debido a la disminución en las inversiones de reposición. La última inversión significativa sobre este rubro se dio en el 2001 lo cual elevó la operación en el 2002. Estos activos cuentan con una póliza de seguros contra todo riesgo Industrial con Seguros Ace con vencimiento a diciembre 2007.

PRONACA mantiene además inversiones en acciones de empresas relacionadas, registradas al valor patrimonial proporcional de la compañía emisora. Las necesidades de flujo de efectivo de estas empresas han sido cada vez mayores y por sobre el presupuesto del 2005 de la compañía. A jul-07 llegan a representar el 11.28% o USD 36,672 M del activo total. El análisis sobre estas inversiones se realiza al inicio del informe.

Adicionalmente, se registran activos por USD 20.120 M como Otros activos, que representan el 6.19% del activo total. Estos corresponden a activos intangibles entre los cuales está, principalmente, la contabilización del Goodwill de la Empresa Eudasa (representa la diferencia entre el valor razonable de los activos netos y el valor pagado), cuyo valor se

amortiza anualmente. Y el rubro Cerdos en Reproducción, Semovientes y Otros.

(\$ MILES)	dic-05	dic-06	jun-06	jul-07
Total Pasivo Corriente	33%	30%	30%	35%
Porción corriente de deuda financiera a largo plazo	3,47%	5,23%	2,84%	4,76%
Deuda financiera de corto plazo	15,75%	9,31%	15,23%	20,12%
Proveedores	7,60%	9,02%	5,23%	5,97%
Cuentas y Documentos por Pagar	0,09%	0,19%	0,06%	0,26%
Gastos acumulados por Pagar	2,10%	2,17%	3,84%	3,42%
Impuestos y Retenciones por Pagar	1,21%	1,28%	0,98%	0,28%
Participación empleados por Pagar	1,70%	1,99%	1,13%	0,61%
Otros Pasivos Corrientes	0,77%	0,39%	0,47%	0,00%
Pasivo de Largo Plazo	11%	12%	12%	12%
Provisión para jubilación	4,19%	4,24%	4,40%	4,05%
Deuda financiera de largo plazo	5,95%	7,66%	6,63%	8,33%
Otros pasivos de largo plazo	0,56%	0,00%	0,55%	0,00%
PASIVOS TOTALES	43%	41%	41%	48%
Total Patrimonio Accionistas	57%	59%	59%	52%
Capital social	46,16%	53,84%	53,84%	52,49%
Aportes para Futuras Capitalizaciones	2,07%	1,89%	1,89%	0,61%
Reserva Legal	0,06%	0,06%	0,06%	0,05%
Reserva de Capital	4,12%	4,09%	4,09%	3,30%
Reserva Facultativa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Reserva por revalorización de Activos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Utilidad (pérdida) retenida	4,19%	-7,16%	-7,16%	-4,24%
Utilidad del ejercicio	0,00%	6,10%	6,10%	0,00%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	100%	100%	100%	100%

Sobre el pasivo total, el patrimonio de la compañía se mantiene como la primera fuente de apalancamiento, la cual se alimenta con la capitalización de una parte de los resultados de cada periodo. Esta fuente que a junio y dic-06 representó el 59% del pasivo total, crece lento nominalmente respecto a junio y es menor respecto a diciembre por anticipo de dividendos del 2007 y debido a un resultado del periodo menor a los históricos (27% de la utilidad del 2006 y 59% de los resultados de jun-06).

Por lo anterior la compañía aumenta su pasivo con terceros de 41% a 48% entre dic-06 y jul-07, y la concentración de estos en el corto plazo del 71% al 75%.

El incremento del pasivo con terceros, que a jul-07 suma USD 155,491 M, ha sido con instituciones financieras, accionistas y relacionadas. Por otra parte, demanda flujo Proveedores, el pago corriente a Bancos y Otros pasivos corrientes que incluyen operaciones con accionistas.

El financiamiento con costo que incluye la obligación vigente con el mercado de valores, pasa de USD 64,620 M en dic-06 a USD 108,046 M en Jul-07 (USD 85 MM en mayo/07).

El rubro Proveedores ofrece menor tiempo de fondeo para el proceso de adquisición de la materia prima debido a las actuales condiciones de mercado. Este se reduce de 33 a 21 días en el periodo analizado.

CONCLUSIÓN BALANCE

El balance de PRONACA muestra crecimiento irregular conforme el aumento de la operación, el incremento de cuentas por cobrar a accionistas y relacionadas en el corto plazo, e inversiones en empresas relacionadas en el largo plazo.

Si bien, en general el balance tendría un financiamiento equilibrado, a la fecha, el flujo de caja se ve coyunturalmente afectado por una importante disminución de la generación operacional.

El Capital de Trabajo y las necesidades de inversiones deben ser apalancados en mayor proporción por fondeo con costo de terceros.

2. GESTIÓN OPERATIVA

ESTADO DE RESULTADOS PRONACA C.A.	dic-05	dic-06	jun-06	jul-07
INGRESOS OPERACIONALES				
Ingresos por ventas y servicios	100%	100%	100%	100%
(-) Costo de venta y servicios	-75,3%	-73,7%	-73,7%	-79,5%
RESULTADO BRUTO	24,7%	26,3%	26,3%	20,5%
EGRESOS OPERACIONALES				
(-) Gastos Administrativos	-3,5%	-3,8%	-3,7%	-4,2%
(-) Gastos de Comercialización	-9,6%	-9,6%	-9,6%	-10,0%
RESULTADO OPERATIVO	11,6%	12,8%	12,9%	6,4%
RESULTADO NO OPERACIONAL	0,4%	0,5%	0,7%	0,6%
RESULTADO OPERAC. NETO ANTES DE GTS FINAN.	12,0%	13,4%	13,6%	7,0%
(-) Gastos Financieros	-1,2%	-1,3%	-1,5%	-1,6%
RESULTADO ANTES DEL IMPUESTO A LAS UTILIDADES	10,8%	12,0%	12,1%	5,5%
RESULTADO NETO DE LA GESTION	8,5%	9,2%	9,0%	3,9%
RESULTADO NETO DE LA GESTION *Miles de USD)	30.026	35.737	15.997	9.383

Hasta Jul-07 la tendencia anual de las ventas es positiva en un 36% respecto a jun-06; aumento alcanzado principalmente entre mayo y julio, resultado del incremento en precios y volumen de líneas como nutrición animal, embutidos, arroz y conservas, es decir, en productos de diversificación. Sin embargo, el margen bruto desmejora de manera importante debido al acelerado incremento del costo de ventas en materia prima, otros costos variables y un mayor volumen de inventarios. Respecto a jun-06 el costo representa 1.46 veces, es decir, una tendencia anual creciente del 46.4%. Reduciendo el Margen Bruto de 26.3% a 20.5%, de jun-06 a jul-07.

Por otra parte, los gastos operacionales anualizados hasta jul-07, muestran un comportamiento similar al del último año, esto es un incremento del 12% que se destina principalmente a publicidad, marketing y transporte, lo cual, ante el descenso no planificado del margen bruto, ahonda la disminución del Resultado Operativo.

El Resultado Operativo que llega a ser el 6.4% de las ventas totales a jul-07 (12.9% a jun-06), ofrece una adecuada cobertura de 4 veces el gasto financiero, aunque sensiblemente menor a las coberturas observadas en jun y dic-06 de 8 y 14 veces respectivamente.

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 de USD 9,383 M, que constituye el 58.6% de lo que alcanzó a jun-06 y el 26.7% de la utilidad a dic-06.

La cantidad de los resultados se ven afectados por la coyuntura de incremento en la materia prima, que genera indicadores de rentabilidad ROA y ROE, por debajo del desarrollo de los últimos cinco años.

Reconocemos la capacidad de la empresa para actuar ante eventos del mercado y el entorno. Consideramos que el manejo comercial en sus segmentos permitiría alcanzar el nuevo volumen en ventas proyectado para este año de USD 430.249 M

un 11% sobre las ventas del 2006. Sin embargo, la brecha en el margen bruto generado por el costo de ventas, será en el corto plazo lo que siga mermándolo, a lo cual se sumará un mayor costo financiero y el crecimiento operacional proyectado.

Con este contexto hemos analizado nuevas proyecciones de la empresa para el 2007 - 2011, confirmandonos que en el corto plazo la generación operativa de PRONACA no llegará a históricos niveles, no obstante, confirma que lo visto a Julio de este año es coyuntural y que la capacidad del negocio es noble y generador de importante flujo operativo.

3. PROYECCIONES

EMPRESA: PRONACA C.A. SENSIBILIDAD						
Quito, ECUADOR						
RESULTADOS	PROYEC	INTERINO	PROYEC	PROYEC	PROYEC	PROYEC
	dic-07	jul-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
Medidas del Flujo de Caja ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	47.984	25.611	58.573	70.807	88.240	110.488
(-) Gasto Financiero del período	(6.804)	(3.768)	(4.694)	(4.514)	(3.989)	(2.628)
(-) Impuesto a la renta del período	(6.485)	(1.873)	(13.132)	(14.861)	(17.056)	(19.945)
(+) Dividendos "preferentes" pagados en el período	-	-	-	-	-	-
FFO (Flujo de fondos operativo)	34.695	19.970	40.747	51.632	67.195	87.915
(-) Variación Capital de Trabajo	(18.566)	(34.297)	(1.155)	(16.191)	(3.939)	(1.485)
CFO (Flujo de caja operativo)	16.129	(14.327)	39.592	35.441	63.256	86.430
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	-	-	24.449	-	-	-
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-	-	-	-	-	-
(-) Dividendos pagados accionistas	(9.299)	(9.971)	(11.208)	(11.337)	(13.459)	(15.880)
(-) Inversión en Acciones	(23.640)	(10.550)	(16.376)	(58)	(2.424)	(8.152)
(-) Inversión en Activos Intangibles	-	(2.619)	-	-	-	-
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(51.515)	(9.804)	(52.242)	(47.067)	(23.875)	(26.577)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(68.325)	(47.271)	(15.785)	(23.019)	23.498	35.821
CFO MARGIN (FFO/ventas) (%)	3,75%	-5,90%	8,21%	6,64%	10,71%	13,40%

Las proyecciones de PRONACA para el 2007-2012 considera la puesta en marcha de inversiones significativas en activos fijos que permitan conseguir las estrategias mencionadas para el 2012 como PRONACA y de inversiones adicionales en Produastro (hidroeléctrica), empresa de alimentos balanceado en Perú (Mascotas Perú) y Colombia (Agrinal), empresa Balboa y proyecto reses.

En nuestra sensibilidad hemos reconocido la amplia experiencia y los buenos resultados que PRONACA ha conseguido en ventas. Sin embargo, hemos modificado el ritmo del crecimiento de los costos consistente a sus propias proyecciones obteniendo los siguientes resultados:

- Recuperación de la generación operativa a partir del 2007.
- Flujo de caja libre positivo a partir del 2010.
- Necesidad de refinanciamiento de la porción corriente, hasta el 2009.
- Incremento del endeudamiento a niveles moderados (1 a 1.5 veces patrimonio tangible).

3. PATRIMONIO Y ENDEUDAMIENTO

La solvencia de PRONACA ofrece calidad considerando que el capital primario (capital social y reserva legal) representa el 93% del patrimonio total y la representatividad en la estructura les permite mantener un bajo indicador de endeudamiento, cuya tendencia es creciente.

El índice de endeudamiento considerando contingentes² en el numerador y un patrimonio tangible en el denominador (reducido los activos diferidos), se ubica en 1.13 veces para jul-07, 0,95 veces a dic-06 y 1.04 veces a dic-05.

Si bien el endeudamiento es adecuado, su crecimiento concentrado en el corto plazo y con costo, respecto de la actual generación antes de impuestos y participación (EBITDA), genera presión que no se había observado anteriormente. Esta relación se duplica de 1.04 en dic-06 a 2.46 en jul-07. La presión del endeudamiento se amplía en la medida en que el flujo operativo debe cubrir intereses e impuesto, por lo que la deuda financiera total pasa a representar 3.57 veces el FFO (flujo de fondos operativo).

Con la proyección el cierre del 2007 y 2008, las relaciones mencionadas frente al EBITDA volverían a reducirse a niveles históricos y respecto el FFO estarían aún por lo anteriormente observado con tendencia decreciente en el tiempo. Esto sería 2.57 en el 2007, 2.25 en el 2008 y 1.89 en el 2009.

En el caso de la deuda vigente en el mercado de valores, USD 1.5 MM vence en el 2007 y USD 5 MM en el 2008. Conforme a los plazos de colocación de la nueva emisión de papel comercial el flujo total será demandado en el corto plazo (hasta un año).

4. CAPACIDAD DE PAGO, LIQUIDEZ

Históricamente la empresa ha sido generadora de suficientes flujos operativos positivos, los cuales han sido absorbidos por las necesidades de capital de trabajo, inversiones en CAPEX, préstamos a accionistas, e inversiones en empresas relacionadas que no fueron contemplados en las proyecciones del 2005.

El EBITDA a Julio-07 tiene un comportamiento creciente gracias al aumento de precios en algunos de sus productos de diversificación, aunque se conserva disminuido respecto a la generación histórica. Alcanza el 88% de Junio-06 y el 41% de lo alcanzado a dic-06.

Frente a lo observado a mayo de este año, el EBITDA a Julio mejora gracias al aumento de precios en algunos de sus productos de diversificación, sin embargo, éste se conserva disminuido respecto a su generación histórica. Representa el 88% de lo generado en Junio-06 y el 41% a dic-06.

El Flujo de Caja Operativo negativo de PRONACA se profundiza de USD 577 M en Mayo 07 a USD 14,3 MM en Julio 07, debido a un mayor requerimiento para financiar inventarios, que no fue considerado en las nuevas proyecciones de la empresa realizadas en mayo de este año. A esto se suma el continuo aporte de recursos para inversiones de largo plazo en empresas relacionadas y el inicio de inversiones

² Deuda de empresas relacionadas de las que PRONACA es garante. A jul-07 suman USD 14 MM.

relacionadas con las nuevas estrategias de PRONACA.

La cobertura del Flujo de Caja Operativo versus La Porción Corriente (donde se registra la deuda de Papel Comercial que hace referencia este estudio), alcanzó en mayo -0.08 y para julio se ubica en -1.59 veces.

El pago anticipado a accionistas no ha tenido incremento.

El Flujo de Caja Libre a julio -07 llega a ser negativo en USD 47,2 MM (USD 26 MM en mayo-07).

Ante esto, la empresa requerirá del refinanciamiento total de sus obligaciones en el corto plazo. Para lo cual podrían hacer uso del saldo en sus líneas de crédito como grupo por USD 27,7 MM.

También consideramos que por las mismas razones de desarrollo de PRONACA, sería posible el refinanciamiento de sus pasivos con el mercado financiero que está cubierto con garantías específicas.

Con base en el comportamiento histórico y en las proyecciones anualizadas, consideramos que en el próximo año la generación operativa de PRONACA, sería suficiente para cubrir en monto y plazo la porción corriente de su endeudamiento, la cual incorpora la emisión vigente de Papel Comercial.

La relación flujo de caja CFO (flujo de caja operativo)/porción corriente endeudamiento, se ubicaría en 1 vez para el 2007 y 2 veces para el 2008.

Con todo anotamos como necesario la priorización que los accionistas deben otorgar a los proyectos de PRONACA frente a aquellos fuera de ésta.

6. 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 Jul-07 la estructura de la garantía general, es la siguiente:

EMPRESA PRONACA C.A.	jul-07	Activo Pignorado 31/08/07	Activo Disponible	Activo Diferido	Activo Libre
Miles USD					
Total Activo Corriente	170,214	2,700	167,514	-	167,514
Fondos Disponibles	8,940		8,940		8,940
Inversiones temporales	18,336		18,336		18,336
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	38,309		38,309		38,309
Inventarios Neto	95,430	2,700	92,730		92,730
Otras cuentas por cobrar	2,778		2,778		2,778
Gastos pagados por anticipado	5,937		5,937		5,937
Préstamos por Cobrar	484		484		484
Total Activo No Corriente	155,023	52,419	102,604	20,120	82,484
Propiedades	89,708	52,419	37,289		37,289
Inversiones en Acciones	36,672		36,672		36,672
Cuentas por Cobrar LP Accion./Relac.	8,194		8,194		8,194
Activos Diferidos	20,120		20,120	20,120	-
Otros Activos No Corrientes	329		329		329
ACTIVOS TOTALES	325,237	55,119	270,118	20,120	249,998
Papel Comercial Circulación					6,500
Titulos en Mercado Valores/ Garantía					2,60%
Garantía / Titulos en Mercado Valores					38,46

Cualitativa y cuantitativamente la garantía cubre adecuadamente la emisión de Papel Comercial vigente por USD 6.500 M.

La garantía general tiene último grado de prelación en caso de liquidación. Y la emisión en circulación no excede el límite de activos libres de todo gravamen.

6. RESGUARDOS

Ninguno adicional a los que determina la Ley y Codificación del Mercado de Valores (título III, subtítulo I, capítulos III y IV).

EMPRESA: PRONACA C.A. - PLANTILLA.							
RESULTADOS	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	INTERINO	INTERINO
	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	jun-06	jul-07
Ventas	254,563	343,390	338,725	353,483	387,552	178,601	242,644
% crecimiento	17.2%	34.9%	-1.4%	4.4%	9.6%	1.1%	7.3%
Costo de Ventas	(197,656)	(276,091)	(258,266)	(266,058)	(285,705)	(131,655)	(192,802)
% crecimiento	14.2%	33.2%	-6.5%	7.4%	7.4%	1.0%	15.7%
MARGEN BRUTO (%)	22%	20%	24%	25%	26%	26%	21%
EBITDA OPERATIVO*	47,799	42,392	50,111	53,051	62,209	29,251	25,611
MARGEN EBITDA (%)	18.8%	12.3%	14.8%	15.0%	16.1%	16.4%	10.6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye gtos administ. partic. empleados)	47,873	42,410	50,111	53,051	62,209	29,251	25,611
MARGEN EBITDAR (%)	18.81%	12.35%	14.79%	15.01%	16.05%	16.38%	10.55%
Costo leasing del periodo	74	18	0	0	0	0	0
Depreciaciones / Amortizaciones / Provisiones (solamente los incluidos gastos operativo)	22,466	16,978	17,090	16,562	18,237	9,154	12,020
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	25,333	25,414	33,021	36,489	43,972	20,097	13,591
Gasto Financiero del periodo	(2,848)	(3,455)	(3,329)	(3,500)	(3,565)	(2,763)	(3,768)
Impuestos a la renta	(3,596)	(2,678)	(3,127)	(3,725)	(5,062)	(2,582)	(1,873)
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	19,346	15,084	26,498	29,695	35,168	15,997	9,383
UTILIDAD NETA	19,346	15,084	26,498	29,695	35,168	15,997	9,383
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	24.8%	15.4%	22.5%	21.6%	22.1%	21.2%	9.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12.2%	7.5%	11.9%	12.2%	12.8%	12.2%	5.2%
Medidas del Flujo de Caja ajustadas según FITCH							
EBITDA OPERATIVO	47,799	42,392	50,111	53,051	62,209	29,251	25,611
(-) Gasto Financiero del periodo	(2,848)	(3,455)	(3,329)	(3,500)	(3,565)	(2,763)	(3,768)
(-) Impuesto a la renta del periodo	(3,596)	(2,678)	(3,127)	(3,725)	(5,062)	(2,582)	(1,873)
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el periodo	-	-	-	-	-	-	-
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	41,355	36,259	43,655	45,826	53,582	23,906	19,970
(-) Variación Capital de Trabajo	(18,941)	(5,311)	(8,712)	(7,651)	(10,298)	1,710	(34,297)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	22,414	30,948	34,943	38,175	43,284	25,616	(14,327)
(+) egresos no operativos que impliquen flujo	-	-	-	-	-	-	-
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-	-	-	-	-	-	-
(-) Dividendos pagados a accionistas y devolución Aportes Futuras Capitalizaciones	-	-	(5,611)	(7,903)	(9,000)	(9,000)	(9,971)
(-) Inversión en Acciones	(5)	(7,381)	(1,713)	(2,932)	(10,960)	(6,280)	(10,550)
(-) Inversión en Activos Intangibles	(5,805)	(18,404)	(6,955)	(3,197)	(5,193)	(2,308)	(2,619)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(18,107)	(20,893)	(14,446)	(12,280)	(12,811)	(4,986)	(9,804)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(1,503)	(15,730)	12,478	11,863	5,320	3,042	(47,271)
CFO MARGIN (FFO/ventas) (%)	8.80%	9.01%	10.32%	10.80%	11.17%	10.34%	-5.90%
Costo leasing del periodo (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	74	18	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA - CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	47,873	42,410	50,111	53,051	62,209	29,251	25,611
BALANCE							
Caja e Inversiones Corrientes	8,717	5,129	7,143	26,302	26,432	24,554	27,276
Activos Totales	182,999	218,472	227,526	260,283	291,092	262,323	325,237
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	34,558	40,422	32,959	50,057	42,329	45,913	30,931
Pasivo Financiero Largo Plazo	18,449	22,056	22,723	15,505	22,291	17,402	27,115
Financiamiento Leasing	18	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	53,025	62,478	55,692	65,562	64,620	64,315	108,046
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	88,061	107,851	128,049	147,378	170,424	154,375	169,837
Capitalización ****	141,066	170,329	183,741	212,940	235,044	218,690	277,883
Contingentes	12,601	12,594	12,902	16,986	20,887	18,817	14,023
Pasivo fuera de balance (fideicomisos u otros)	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	34,890	34,563	72,191	76,875	93,414	76,321	55,119
Activo Diferido + Activo Intangible si no está pignorado- sumar manualmente)	88	22,597	21,087	21,016	21,066	22,484	20,120
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	148,021	161,312	134,248	161,592	176,612	163,518	249,998
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	10,000	6,800	3,600	10,000	2,000	6,500
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	#DIV/0!	16	20	45	18	82	38
Límite Legal para Emitir Obligaciones	118,417	129,050	107,398	129,274	141,290	130,814	199,998
EMPRESA: PRONACA C.A. - PLANTILLA.							
ENDEUDAMIENTO	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	jun-06	jul-07
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	16.78	12.27	15.05	15.16	17.45	10.59	6.80
(EBITDA - Inver. en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	10.43	6.22	10.71	11.65	13.86	8.78	4.20
(EBITDA - Inversiones) / Gasto Financiero del periodo (x)	8.82	-1.24	9.99	9.90	9.60	5.67	0.70
EBITDAR / Cargos Fijos (intereses y cuota leasing del periodo)	16.38	12.21	15.05	15.16	17.45	10.59	6.80
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.11	1.47	1.11	1.04	1.04	1.10	2.46
Deuda Financiera Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.37	1.77	1.37	1.56	1.37	1.42	3.16
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.93	1.35	0.97	0.74	0.61	0.68	1.84
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FFO (x)	1.28	1.72	1.28	1.28	1.21	1.35	3.16
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) + Contingentes / FFO (x)	1.59	2.07	1.57	1.80	1.60	1.74	3.57
(FCF) Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) (%)	-2.83%	-25.18%	22.41%	18.09%	8.23%	9.46%	-75.00%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Capitalización (%)	37.58%	36.68%	30.31%	30.79%	27.49%	29.41%	38.88%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	10.34%	13.78%	9.26%	7.25%	9.86%	7.59%	8.57%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Pasivo Total (%)	55.95%	56.47%	55.93%	56.03%	53.51%	59.53%	69.45%
Pasivo Total NOajust. leasing/ Patrimonio (x)	1.08	1.03	0.78	0.77	0.71	0.70	0.92
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	1.14	1.30	0.93	0.90	0.81	0.82	1.04
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	1.08	1.03	0.78	0.77	0.71	0.70	0.92
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio Tangible	1.14	1.30	0.93	0.90	0.81	0.82	1.04
Pasivo Total ajustado leasing + Contingentes / Patrimonio Tangible	1.29	1.45	1.05	1.04	0.95	0.96	1.13
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	65.31%	64.73%	59.20%	76.35%	65.50%	72.94%	74.90%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	25.17%	12.68%	21.67%	52.54%	62.44%	52.34%	33.70%
FFO/cargos del periodo (FFO/interest cover)	1552.07%	1149.46%	1411.35%	1409.31%	1603.00%	965.22%	629.99%
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)	1512.77%	1143.51%	1411.35%	1409.31%	1603.00%	965.22%	629.99%
CFO/intereses del periodo (CFO/interest cover)	787.01%	895.75%	1049.65%	1090.71%	1214.14%	927.11%	-380.23%
CFO/cargos fijos	767.08%	891.10%	1049.65%	1090.71%	1214.14%	927.11%	-380.23%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.20	0.90	1.32	0.92	1.27	1.02	0.42
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.65	0.77	1.06	0.76	1.02	1.09	-0.30
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	13.48	3.65	6.13	5.07	3.52	6.89	2.21
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	3.11	3.11	4.21	4.22	2.84	7.39	-1.59
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo (x) anual	1.38	1.05	1.52	1.06	1.47	1.25	0.54
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo+gasto financiero per	1.28	0.97	1.38	0.99	1.36	1.12	0.50
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x) Anual	7.99	3.16	4.79	4.23	4.69	2.00	2.00
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.04	-0.39	0.38	0.24	0.13	0.13	-1.00
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0.49	-1.58	1.75	1.31	0.35	0.88	-5.24
OTROS INDICES							
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	39,682	21,718	37,630	42,234	58,641	41,190	55,011
Liquidez Acida (x)	0.90	0.61	0.67	0.70	0.86	0.63	0.65
Activos Monetarios (caja e equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.57	0.52	0.54	0.66	0.76	0.61	0.57
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.09	0.87	1.01	1.13	1.20	1.10	1.09
Patrimonio / Activo Total (x)	0.48	0.49	0.56	0.57	0.59	0.59	0.52
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	9	10	12	11	9	14	10
Días de cuentas por cobrar	40	37	30	32	38	25	35
Rotación de inventarios (x)	4	5	4	4	4	4	3
Días de inventarios	84	66	82	91	89	95	104
Rotación de cuentas por pagar (x)	11	16	16	11	11	9	17
Días de cuentas por pagar	32	28	23	25	33	19	21
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO TAS COMER. FINANCIERAS	6	9	11	13	11	19	17
Días de cuentas por pagar	58	38	32	27	33	19	21
Rotación Capital de Trabajo	5	13	7	6	5	6	6
Días de Capital de Trabajo	72	28	52	57	74	56	60
Días de Ciclo de Operación	-20	-47	-37	-39	-20	-46	-58
(x) Índice expresado en número de veces							
* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización							
** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)							
**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.							