

Ecuador  
 Papel Comercial

**Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA**

**Calificación**

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Fecha Calif. Anterior	Calif. Actual	Fecha Calif. Actual
Papel Comercial	AA+	Sep-07	AA+	Jun-08

**Descripción de la Emisión de Obligaciones:**

<b>Emisor:</b>	Procesadora Nacional de Alimentos C.A. - PRONACA
<b>Moneda:</b>	Dólares de los EEUU
<b>Monto Programa:</b>	USD 10,000,000
<b>Monto vigente en el mercado a Mayo / 08:</b>	USD 10,000,000
<b>Vencimiento Programa:</b>	Julio 2008
<b>Próximo Vencimiento:</b>	Julio 2008
<b>Tasa de Interés:</b>	Cero Cupón
<b>Destino de la Emisión:</b>	Reestructuración Pasivos
<b>Garantía:</b>	General
<b>Resguardos:</b>	Ninguno específico
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estructurador:</b>	Produvalores
<b>Agente Colocador:</b>	Produvalores
<b>Agente Pagador:</b>	Produbanco
<b>Representante Obligacionistas:</b>	Barrera Molina & Asociados

**Contactos**

Patricio Baus, Ecuador.  
 593-2 222-323  
 pbaus@bankwatchratings.com

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

**Perfil**

PRONACA se encuentra ligada a dos sectores industriales, desde 1958 opera 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 marzo 2008 el 92% de los ingresos de la compañía se generó en el negocio de alimentos y el 99.6% se canalizaron como ventas locales. En la línea de alimentos su producto estrella es la carne de pollo, no obstante, otros productos de la misma línea ganan representación sobre las ventas de la compañía, mitigando la concentración en ventas. La experiencia en la integración con proveedores y compradores, les ha permitido consolidar su presencia y prestigio en el mercado local. Las principales materias primas son maíz duro y soya; la primera se proveen en un 55% en el exterior y en el segundo caso el 99%. El crecimiento del precio de estas materias primas en los mercados internacionales y locales, le ha significado a PRONACA, una restricción importante del margen bruto de operación en el año 2007 y lo que va del 2008. La última inversión importante en activos fijos para la operación de PRONACA, fue en el año 2001. Desde el año 2002, PRONACA, crece en inversiones en acciones de empresas cuyos desarrollos comerciales son de largo plazo. También, desde este año, la compañía absorbe varias empresas vinculadas por accionistas con resultados negativos y / o déficit patrimonial. PRONACA se maneja como tesorería central de las empresas vinculadas por

**FECHA COMITE: Junio / 4 / 2008**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 2008**

accionista y de las empresas en las que tienen inversiones directas. El paquete accionarial se encuentra controlado por dos familias inversionistas ecuatorianas que poseen el 89.67% de éste.

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION**

Con base en los estados financieros auditados a Diciembre del 2007, balances internos a Marzo del 2008, e información adicional presentada correspondiente a las fechas de análisis, el Comité de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de la emisión de Papel Comercial vigente en el mercado de valores en "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 la buena participación 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 una parte de los resultados, garantizando de esta forma un bajo endeudamiento.

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



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 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 e insumos agrícolas, que desde el último trimestre del 2006 hasta la presente, han sufrido una importante alza impulsado por la demanda de este producto a nivel internacional y el encarecimiento del precio del transporte. A nivel local los precios tuvieron el mismo comportamiento promovido por el desarrollo del precio internacional y el requerimiento de insumos agrícolas importados. En el caso del arroz, el aumento del precio local respondió principalmente al desabastecimiento en el país en el año 2007.

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 Diciembre 2007 y Marzo 2008 muestra que se mantiene reducida la generación operativa de PRONACA.

El Flujo de Caja Operativo (CFO) y Flujo de Caja Libre (FCF), que fueron negativos en el 2007, por la gestión operativa disminuida y mayores requerimientos de inventarios, inversiones en activos fijos y cuentas por cobrar a empresas relacionadas y comerciales, vuelven a ser positivo en el primer trimestre del 2008, por no requerir flujo para inventarios gracias a la estrategia de acumularlos en el último trimestre del 2007; también debido a que a la fecha sólo se ha realizado el 16% de las inversiones planificadas para el 2008 (USD 31 MM).

Sin embargo, con el requerimiento de inventarios que planifican realizar en el segundo trimestre del 2008, más el avance de las inversiones planificadas, la compañía requerirá del refinanciamiento total de sus obligaciones en el corto plazo.

Consideramos que el pago de la emisión de Papel Comercial a través de nuevo financiamiento es totalmente viable tanto por la baja representatividad de ésta sobre la deuda financiera de corto plazo (8%), como por el adecuado endeudamiento que la compañía aún maneja.

Cabe mencionar que PRONACA mantiene líneas de crédito con instituciones financieras locales e internacionales, cuyo cupo disponible a marzo de este año asciende a USD 22 MM.

De otra parte, el buen desarrollo en ventas observado en el primer trimestre del 2008, permiten proyectar para fines de este año una recuperación importante del EBITDA, respecto a lo observado en el 2007, aunque sin llegar a niveles del 2006.

Adicionalmente anotamos como necesario el cumplimiento que los accionistas deben otorgar a los proyectos de PRONACA frente a aquellos fuera de ésta.

Cualitativa y cuantitativamente la garantía cubre adecuadamente la emisión de Papel Comercial vigente por USD 10.000 M. Cabe mencionar que el programa de Papel Comercial vence definitivamente en julio del 2008.

=====

## ■ ANALISIS FODA

### Fortalezas y Oportunidades

- Plana gerencial con vasta experiencia en las líneas de negocios tradicionales y del mercado local.
- Desarrollo de productos de calidad y con valor agregado.
- Buena participación en el mercado nacional.
- Cadena de distribución.
- Grado de endeudamiento adecuado.
- Buena calidad del patrimonio.
- Ingresos Operativos crecientes.
- Estrategia comercial enfocada a priorizar segmentos de mercado y línea de productos a nivel local.

### Debilidades y Amenazas

- Activos no corrientes financiados con pasivos de corto plazo.
- Crecimiento de la deuda con terceros concentrada en el corto plazo y con costo financiero.
- Restricción de capital de trabajo propio.
- Reducción de la generación operativa.
- ROA y ROE decrecientes.
- Disminución de la liquidez.
- Deterioro de la calidad de las inversiones en acciones.
- Sistema de información gerencial dispersa y desestructurada.
- Demanda de los productos de la línea industrial de alimentos, moderadamente sensibles a la variación del precio y la capacidad adquisitiva de los consumidores.
- Alta dependencia de materia prima que es sensible a factores climatológicos, nivel de producción, precios, y nivel de aranceles locales e internacionales.

## ■ EVENTOS SUBSECUENTES

PRONACA en el último trimestre del 2007, compró a la empresa relacionada por accionistas Comnaca (producción y comercialización conservas marca Gustadina, activos por USD 3,3 MM), y absorbió a la empresa subsidiaria Ecuadasa (producción embutidos marca Plumrose, Danesa, con un volumen de activos por USD 19 MM).

Estas empresas ingresan al balance de PRONACA con resultados operativos y patrimonio positivos. La fusión con Ecuadasa mejorará la producción de la línea de embutidos y contribuirá en el empoderamiento comercial de la empresa a nivel nacional, pues el mercado natural de Ecuadasa ha



sido la región costa del país. Como efectos contables se encuentran la eliminación del costo de intermediación comercial entre empresas, pero al tiempo la estructura de costo y gastos de los otros negocios aumentan la de PRONACA. De otro lado, el endeudamiento de PRONACA aumenta por una nueva cuenta por pagar de largo plazo, a los accionistas, resultado de la valoración de las acciones de Comnaca, por USD 5,1 millones de dólares.

Por otra parte, en el 2007, PRONACA registra pérdida del valor de su inversión en acciones de la empresa Tc Tesalia Corp., dueña de Pronaca Colombia - Bogotá, por USD 3,1 millones. También registraron reclasificaciones de USD 2 millones y USD 750 mil dólares de inversiones en acciones que se realizaron en el primer semestre del 2007. En tanto, la compra y posterior absorción de Comnaca significó una inversión en acciones por USD 1 MM.

En relación con el desarrollo administrativo de PRONACA, durante el 2007, la compañía implementa una nueva estructura organizacional y comercial con el fin de apoyar el crecimiento de la compañía basado en un esquema de especialización por negocio y por canales de ventas. Para el efecto la estructura crece horizontal y verticalmente.

A la par, en este crecimiento organizacional se potencializa el área de Responsabilidad Social Corporativa cuyo objetivo es compatibilizar las mejores prácticas de manejo del medio ambiente con la producción de la compañía; también la implementación de proyectos de servicio a la comunidad. La inversión entre el 2004 y 2007 ascendió a USD 7MM; de éstos el 80% se realizó en el ejercicio 2007. Uno de estos proyectos, el de biodigestores implementado en las granjas de cerdos, ha sido calificado internacionalmente y les ha dado la oportunidad de acceder a su primera venta de bonos de CO2. La venta les generó un flujo de USD 810 mil euros en el primer trimestre del 2008 y alrededor de 250 mil euros por año hasta el 2012.

Por otra parte, la inversión en nuevos proyectos tecnológicos ascendió a USD 760 M en el 2007. Entre estos se encuentra la inversión en la migración de versiones de ERP (Enterprise Resource Planning) y tecnología SOA que permitirá la integración los diferentes sistemas que maneja la compañía.

La estructura de balance de PRONACA, a diciembre del 2007 y marzo del 2008, registra cuentas por cobrar de corto plazo, generadas en actividades comerciales y de financiamiento a la empresa relacionada por accionistas ENACA (producción y comercialización de camarón y tilapia), que representaron el 6.4% y 3.7% del activo respectivamente. Debido a que Enaca está en liquidación forzosa por pérdidas recurrentes y déficit patrimonial, la recuperación de la liquidez cedida provendrá de la realización de los activos de

ENACA y desembolso por parte de los accionistas, ambos en los siguientes dos años.

**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, pre cocidos.

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 crean empresas independientes que complementan el giro del negocio. Con éstas mantienen relaciones comerciales, pero también de financiamiento corriente y de largo plazo.

Desde el 2003 la política ha sido la de fusionar a PRONACA empresas proveedoras relacionadas por sus accionistas. 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.

El efecto tributario que además busca este tipo de política se hace efectivo en años subsiguientes a la fusión.

**FUSIONES**

<b>Empresa</b>	<b>Año</b>	<b>Negocio</b>
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.
Comnaca	2007	Producción y comercialización conservas y aceites marca Gustadina.
Ecuadasa	2007	Producción embutidos marca Plumrose y Danesa.

Fuente: Pronaca  
Elaboración: BWR

### ▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. - PRONACA, es la cabeza del grupo económico PRONACA. Esta compañía tiene inversiones directas en empresas de alimentos fundamentalmente, y relaciones indirectas con empresas vinculadas por accionistas.

### INVERSIONES EN ACCIONES

#### Valor Contable en (Miles USD)

EMPRESA	Dic	Julio	Dic	Mar	PART.
Año de inversión contable	2006	2007	2007	2008	% Mar-08
Ecuadasa (2003)*	15.215	15.215	-	-	-
Inaexpo Brasil (2006)	2.050	4.050	2.050	3.050	-
Mardex (2006)*	1.500	2.850	1.919	1.919	50
TC Tesalia Corp. (2004)	1.894	3.687	369	369	100
Pronaca Colombia-Bogotá (2001)	12	164	7	7	4.8
Produastro (2005)	2.364	7.365	9.056	9.156	59
Fideic. Agrión. (2003)	3.006	3.191	3.383	3.383	74.49
Otras	172	241	263	263	-
Comnaca (2007) empresa relacionada*	-	1.004	-	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>26.213</b>	<b>36.763</b>	<b>17,047</b>	<b>18,047</b>	

\* Goodwill pendiente de amortizar por USD 16,6 MM.

Fuente: Pronaca  
Elaboración: BWR

Como se observa en el cuadro superior, durante el 2007, la demanda de recursos para inversiones en empresas fue importante, aunque para fin de ese ejercicio contablemente el monto sea inferior. Las razones de la disminución contable han sido explicadas en eventos subsecuentes.

Con excepción de las inversiones en el Fideicomiso Agroinversiones, Produastro y Otras, las demás tienen como fin expandir el negocio de PRONACA fuera y dentro de Ecuador. En cambio, la estrategia con las primeras se encamina 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 permitirá principalmente, reducir el costo de energía eléctrica.

Todas estas inversiones aún requieren de importantes niveles de recursos para su ampliación (Inaexpo y Produastro), sostenimiento (Mardex y Pronaca Colombia).

Conforme a las cifras financieras de marzo del 2008, la empresa Inaexpo propietaria del 50% de Inaceres (joint venture en Brasil), que se dedica a la producción y comercialización de palmito en ese país, presenta resultados positivos acumulados y endeudamiento bajo.

El proyecto Produastro se encuentra en etapa de construcción; hasta la presente fecha el proyecto se ha financiado con la aportación de los accionistas por USD 16 MM, de los cuales PRONACA aporta con el 59%. La inversión total asciende a USD 50 MM. Debido a la incertidumbre política que representa para este tipo de proyectos, las decisiones que se tomen en la nueva constitución, la compañía ha decidido postergar el avance de la obra y buscar nuevos socios a fin de bajar su aportación en el mismo hasta un 30%.

Pronaca Colombia-Bogotá, produce y comercializa productos con valor agregado (carnes listas); la materia prima es local. Su operación inició en el año 2004 y a la presente fecha no ha logrado sobrepasar el punto de equilibrio, por lo que el patrimonio de ésta y de Tesalia Corp., han perdido el 83% y 95% de sus respectivos patrimonios.

La operación (capital de trabajo) y el mercado colombiano (para posicionamiento), demandan de un socio local inversionista, el incremento de la parte comercial del negocio, o la adquisición de una empresa. Ésta sería la nueva estrategia en el 2008.

Respecto a la inversión en la empresa Mardex, no podemos comentarla por cuanto no se nos ha entregado la información correspondiente. No obstante, conocemos que su valor proporcional patrimonial se incrementó en 3% en el 2007. Su actividad es la pesca blanca y de mariscos, de lo cual se exporta el 90%.

A marzo del 2008, 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), Marine Products Overseas (productos del mar), Menaca, Avícola del Valle, Granda Puembo, Inmobiliaria los Granados, Finabek C.A., Golden (financiera), Incasa S.A., Hacienda San Luis, Produ Sierra, Criaderos del Ecuador C.A., Acuesemillas S.A.,



Acuespecies S.A., Exportadora Fafra S.A., Promociones de Empresas S.A., Gralarcam S.A.

En razón de que no disponemos de balances de éstas empresas, no podemos comentar sobre la exposición de PRONACA, con excepción de Enaca (Empacadora Nacional), que ya fue comentada en la sección de eventos subsecuentes.

### ▪ GOBIERNO CORPORATIVO

### ▪ ADMINISTRACIÓN

El actual directorio de PRONACA, se encuentra en vigencia desde el 2006 y permanecerá hasta el periodo 2009. Este cuerpo lo conforman integrantes de las familias pioneras del negocio hace 50 años, de la segunda generación.

El staff gerencial de PRONACA que representa los negocios en Ecuador, la componen técnicos con sólida experiencia en el negocio y su entorno, además de estabilidad en la compañía. La administración se complementa con la experiencia de sus accionistas en segunda generación, en los negocios originales.

De otro lado, el staff gerencial de PRONACA de los negocios de exportación está bajo la dirección de la tercera generación de las familias accionistas mayoritarias.

La generación operativa importante de PRONACA Ecuador, ha permitido asumir desde el 2003, por objetivos tributarios, la absorción de empresas vinculadas por accionistas. Asimismo, incrementar el segmento de negocios de exportación y en otros países. Si bien este manejo anteriormente fue de menor peso para la estructura de PRONACA, hoy debido a la restricción del margen bruto por eventos externos como es el crecimiento constante del precio de las materias primas, su peso es mayor.

De ahí la importancia del cumplimiento de las estrategias de mediano plazo, que permitan a PRONACA Ecuador, mitigar el evento externo y recuperar sus indicadores históricos.

### ▪ ACCIONISTAS Y SOPORTE

ACCIONISTAS	PARTICIPACIÓN
Keypoint Investment Limited	48.56%
Kardamin	41.11%
Danpark	9.17%
Otros con participación menor	1.15%
<b>TOTAL (miles USD) Mar-08</b>	<b>170.774 M</b>

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, devolución de aportes para futuras capitalizaciones y la absorción de empresas con deficiencia patrimonial.

Entre mayo y julio del 2007 se formaliza la capitalización del 83% de los resultados del ejercicio 2006 (USD 29,3 MM), con lo cual el capital pagado se eleva de USD 141.291 mil a USD 170.774 mil.

No obstante lo anterior, para dic-07 y mar-08, el patrimonio presenta desaceleración en su crecimiento (3.83% en el 2007, 15.6% en el 2006), afectado principalmente por el descenso en los resultados del 2007 (fueron el 47% de lo alcanzado en el 2006); seguido por la absorción de pérdidas acumuladas por USD 10,7 millones, resultado de la absorción de empresas; y, la distribución de dividendos del 2006 y de aportes para futuras capitalizaciones (sumaron en neto USD 9,9 millones).

La administración proyecta seguir fortaleciendo el patrimonio con los resultados de PRONACA. La tendencia de los resultados del 2008 es positiva respecto al 2007, aunque inferior a años anteriores.

Dado que la tendencia proyectada de la fuente es menor en el mediano plazo y que al tiempo las inversiones en acciones de PRONACA demandarán recursos en el corto plazo, consideramos prudente el resguardo que los accionistas de PRONACA deben cumplir, por requerimiento de un acreedor, de distribuir dividendos con un máximo del 30% de las utilidades de cada periodo, hasta la extensión de la obligación que mantienen (año 2012). Medida que mitiga decisiones nuevas con relación a fusiones y el hecho de no contar con una política y límites de transferencia de recursos a empresas relacionadas y subsidiarias.

Por su composición el patrimonio de la empresa se conserva de calidad buena. A marzo del 2008, éste se distribuye en: 94% Capital Primario (Capital Social y Reserva Legal) y 6% Capital Secundario (utilidades retenidas y del periodo, aportes para futuras capitalizaciones).

### ▪ ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

PERSONAL DE PRONACA C.A.			
PERSONAL	2006	2007	Crec. Anual
ADMINISTRATIVO	352	412	17%
VENTAS	698	962	38%
PRODUCCIÓN	3479	3982	14%
<b>TOTAL</b>	<b>4529</b>	<b>5356</b>	<b>18%</b>

EFICIENCIA	2006	2007	2008*
Gasto Sueldos	40,647	51,824	63,953
Margen Bruto	40%	50%	50%
Ventas	10%	11%	10%
Margen Bruto	101,847	103,212	128,125
Ventas	387,552	486,591	621,636

\*2008 proyectado por PRONACA

Fuente: Pronaca  
Elaboración: BWR

Durante el año 2007 los colaboradores de PRONACA C.A., se incrementaron en un 18% u 827 personas. Como se anotó en la sección de eventos subsecuentes el crecimiento importante responde a la absorción de las empresas Ecuadasa y Comnaca, asimismo debido a la nueva estructura de la compañía.

Los cambios responden a la estrategia comercial de apoyar el crecimiento de la compañía basado en un esquema de especialización por negocio y por canales de ventas. El impacto de estas decisiones fue significativo en el 2007, no obstante serán absorbidas en el mediano plazo con los resultados en ventas y el planificado control del gasto operacional.

### OPERACIONES

Productos (Part. / Ventas)	Dec-05	Dec-06	Dec-07	mar-08
Línea de aves	47.89%	46.15%	39.86%	39.10%
Nutrición animal	24.64%	25.63%	25.24%	24.81%
Embutidos	6.02%	5.81%	8.67%	8.90%
Carne de cerdo	10.13%	10.66%	9.50%	9.62%
Línea agropecuaria	2.81%	3.06%	5.51%	7.59%
Conservas, Arroz, H. Comerciales	7.95%	8.40%	10.74%	9.55%
Otros	0.57%	0.29%	0.47%	0.44%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Pronaca  
Elaboración: BWR

PRONACA produce y comercializa sus productos en el Ecuador. Su presencia en el mercado local ha estado marcada por innovación y calidad en sus productos.

Como se observa en el cuadro anterior, los ingresos de la empresa se concentran en la línea de aves. El mercado de aves en pie y troceada se encuentra en etapa de madurez, coadyuvado por una sensibilidad moderada a la variación del precio y la capacidad adquisitiva de los consumidores.

Lo anterior sumando al comportamiento del precio de las materias primas locales e internacionales, impulsan a la profundización comercial de otros productos en el mercado local y en los ingresos de la empresa.

### MATERIAS PRIMAS

Las principales materias primas de PRONACA son el maíz duro, soya, aflechillo de trigo, palma, arroz, fosfato, vitaminas, entre otros. Estos representan el 66% (65% en dic-06) del costo de producción.

Materia Prima	TM 2006	TM 2007	% Crec TM	% TM Import. 2007
Maíz	292,796	441,137	50.7%	55.7%
Soya	132,094	158,848	20.3%	100.0%
Palma	8,832	10,419	18.0%	0.0%
Aflechillo trigo	10,859	11,234	3.5%	0.9%
Fosfato	17,530	10,131	-42.2%	100.0%
Arroz	48,880	65,295	33.6%	0.0%
Pasta de tomate	323	399	23.5%	100.0%
Aceite de girasol	628	904	43.9%	100.0%
Aceite de soya	262	439	67.6%	100.0%

Moneda USD	2006		2007	
MATERIA PRIMA	Precio nacional	Precio importado	Precio nacional	Precio importado
MAIZ	180.99	166.74	249.37	222.68
PASTA DE SOYA	329.47	269.17	0.00	314.17
ACEITE PALMA	471.00	0.00	708.79	0.00
AFRECHILLO	149.37	144.41	185.02	186.00
FOSFATO	0.00	339.22	0.00	355.06

Fuente: Pronaca  
Elaboración: BWR

En lo que fue el 2007, estos elementos, que en su mayor proporción son materias primas comerciales o commodities, registraron crecimiento en sus precios internacionales, impulsado principalmente por la depreciación del dólar ante el euro, lo cual elevó la demanda. Al tiempo esto impulsó el aumento en los precios locales, justificado además por la elevación de los precios de los insumos agrícolas y el flete de transportación de importación.

Si bien la tendencia devaluativa del dólar frente otras monedas duras, tiende a cambiar en el corto plazo, otros factores como la ampliación de la demanda mundial por crecimiento poblacional, alternativas de producción de bio combustible y escasez de éstas por el comportamiento del clima, no permitiría que los precios de las materias primas bajen a posiciones históricas, mas se espera la desaceleración del aumento del precio.

La alta dependencia de PRONACA a las materias primas comerciales y no comerciales les hace sensible, por un lado 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.

De ahí la importancia del esquema de integración vertical hacia atrás o proveedores locales, que PRONACA mantiene con productores locales de arroz y maíz, pues les permite, al menos, mitigar la variación de precios en los mercados internacionales y sostener la calidad del producto.

También han adoptado nuevos productos que ofrecen nutrientes equivalentes a lo que provee la soya. Adicionalmente en el 2008 implementarán un sistema de gestión de riesgos de commodities con la finalidad de estabilizar las volatilidades del mercado internacional.

### Reporte diario de Precios a futuro en diversos Mercados Internacionales

Bolsa de Futuros de Chicago (CBOT)  
(Dólares por Tonelada) Maíz Chicago

DIVISA/TASA	Último	Variación	Max.	Min.	Cierre Anterior	Volumen Anterior
may-08	238.37	-5.12	243.3	238.2	243.49	9011
jul-08	242.9	-4.82	246.1	242.3	247.72	99999.99
sep-08	247.72	-4.63	250.6	247.7	252.35	42096
DEC8	251.07	-4.82	255.1	250.8	255.89	89784
mar-09	255.89	-4.33	258	255.4	260.22	4463
may-09	258.94	-4.43	261.2	258.9	263.37	542
jul-09	261.8	-4.33	263.8	261.8	266.13	4196
sep-09	243.69	-4.33	244.1	243.7	248.02	545
DEC9	234.63	-2.36	236.2	234.6	237	3960

Última Actualización: May. 12 de 2008, a las 03:00 PM.

**NOTAS:** La Bolsa de Chicago opera con base a precios de Maíz Amarillo No. 2.

**Pasta Soya Chicago**

DIVISA/TASA	Último	Variación	Max.	Min.	Cierre Anterior	Volumen Anterior
may-08	364.76	-2.31	371.9	363.7	367.08	2167
jul-08	371.37	-1.65	379.6	369.7	373.03	27337
AUG8	370.27	-1.65	379.6	369.2	371.93	4122
sep-08	360.35	-2.2	365.9	360.4	362.56	3204
oct-08	344.38	-2.2	349.3	344.4	346.58	1357
DEC8	341.62	-2.2	349.9	341.6	343.82	6592
JAN9	342.17	-1.65	348.2	342.2	343.82	139
mar-09	345.48	-2.2	351.5	345.5	347.68	216
may-09	347.13	-2.2	350.4	347.1	349.33	487

Última Actualización: May. 12 de 2008, a las 03:00 PM.

**NOTAS:** La Bolsa de Chicago opera con base a precios de Pasta de Soya con 48% de Proteína.

**FUENTE:** ASERCA con datos de FutureSource.

**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 tiendas aprox.) y la desconcentración de la relación con autoservicios (actualmente representa el 8% de las ventas totales).

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

En cada tienda, distribuidor zonal o autoservicios, la compañía se asegura de exhibir y proveer un número representativo de su amplia gama de productos.

**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 y se afianzan en conseguir las mejores prácticas internacionales como se anotó en la sección de eventos subsecuentes.

**MERCADO Y COMPETENCIA**

En razón de que no existen mediciones oficiales sobre el mercado alimentos, se utiliza las estimaciones que realiza la empresa para conocer su participación de mercado. Estas estimaciones se han modificado significativamente, respecto a lo visto en septiembre del 2007, por cuanto la empresa ha conseguido nuevas fuentes de información que han mostrado que el mercado de comercialización de pollos es mayor. Este cambio afecta los datos históricos (desde 2006 hacia atrás), pero es comparable con la estimación del 2007.

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.

Conforme los datos del cuadro siguiente, la compañía presenta decrecimiento o mantención en productos de mercados maduros con importante competencia informal, pero mejora la participación de productos en mercados en crecimiento como conservas, arroz y algunas líneas de comida para animales.

**PARTICIPACIÓN DE MERCADO**

**Actualizado a Abril-08**

LÍNEA	2006	2007	2012*
	Part.	Part.	Part.
Pollo (Mr. Pollo)	31.8%	28.6%	35%
Cerdo (Mr. Chancho)	19.6%	19.4%	27%
Embutidos Pronaca *	8.2%	6.9%	26%
Embutidos Ecuadasa*	13.0%	12.7%	26%
Mayonesa (Gustadina)	13.4%	13.0%	
Salsa de Tomate (Gustadina)	10.8%	11.1%	
Mermeladas (Gustadina)	23.0%	27%	
Arroz (Gustadina y Rendidor)	6.1%	8.0%	10%
Huevos (Indaves)	9.6%	8.9%	11%
Alimento Balanceado (aves)	44%	44%	
Alimento Balanceado (mascotas)	55.6%	52.5%	
Alimento Balanceado (ganado)	53%	64%	
Alimento Balanceado (cerdos)	52%	46%	
Alimento Balanceado (caballos)	27%	41%	

Pollitos BB INCA	26%	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

En este momento, la competencia informal tiene ventaja en precios respecto a las líneas de PRONACA, fundamentalmente por la presión del incremento de la materia prima importada por sobre la local. Al tiempo, la pérdida del poder adquisitivo de la población reflejada en el incremento de la inflación anual que ha fluctuado de 1.39% en abril del 2007 a 8.18% en el 2008, eleva la sensibilidad de la demanda al precio del producto.

En cambio, respecto a la competencia externa, PRONACA puede beneficiarse del desincentivo cambiario ante un dólar agresivamente depreciado.

PRONACA considera como sus fortalezas para enfrentar las condiciones de mercado, contar con una amplia red comercial, reconocimiento de su marca y de las nuevas marcas Gustadina y Plumrose, y la capacidad para realizar campañas de recuperación de mercado.

Estratégicamente en el corto plazo buscarán consolidar productos de generación confiable: aves, cerdo, embutido y palmito. Se centrarán en el segmento de ingresos bajos con nuevas presentaciones de productos y precio. Asimismo, recuperan mercado en la línea de aves con venta de aves en pie.

También planifican 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 esto se fusionó con Ecuadasa, propietaria de las marcas Plumrose y La Danesa.

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, 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.

Con el fin de atender un mayor número de locales en la región Costa, en el 2008 invertirán USD 8.6 MM en un nuevo centro de distribución en la ciudad de Guayaquil. Adicionalmente se harán inversiones directas por USD 22 MM para afianzar tanto los productos de mercados maduros como los de diversificación. De éstas USD 3,2 MM se harán en sus empresas subsidiarias.

La empresa no planifica realizar absorciones de empresas durante el 2008. Podría haber la posibilidad de adquirir una empresa colombiana que aporte al mejoramiento de los resultados de PRONACA Colombia, sin embargo esto dependerá de que se presente la oportunidad.

Con relación a la estructura de sus pasivos con terceros, la administración evalúa alternativas para ampliar plazos.

### ■ GESTION OPERATIVA

PRONACA mantiene una buena capacidad para generar ingresos y sortear condiciones de mercado, y sus resultados son de buena calidad por originarse fundamentalmente en ingresos operativos; no obstante las condiciones de mercado le requieren de una mayor estructura operativa para atenderlo y para recuperar estándares históricos en la generación de flujo operativo.

El comportamiento real de las Ventas del 2007, superó la proyección de la empresa para igual periodo. La ampliación anual real fue del 25.5% versus el 11% planificado. Este positivo comportamiento se logra principalmente en el segundo semestre del año, en primera instancia porque la demanda de los productos se incrementa para este periodo; seguido por el incremento en precios de productos de diversificación como son embutidos, arroz, conservas y nutrición animal.

Sin embargo, el Margen Bruto desmejora de manera importante al contraerse en 5.1 puntos porcentuales sobre las ventas totales, de 26.3% a 21.2% en el 2007, debido al acelerado incremento de las materias primas y otros costos variables; asimismo por la adquisición adicional de inventario con el fin de mitigar el rápido aumento de éstos y conforme el nuevo nivel de ventas para el 2008 (al fin del 2007 los inventarios fueron 1.7 veces lo registrado el ejercicio anterior). Además el costo laboral, aunque no supone un peso mayor en la estructura de costos, registra una elevación significativa principalmente por las fusiones de empresas en el 2007.

DETALLE COSTO DE VENTAS	2005	2006	Crec. 2006	2007	Crec. 2007	mar-08
Materia Prima Nacional	47.2%	46.1%	4.9%	35.9%	4.6%	35.9%
Materia Prima Importada	19.7%	19.8%	7.9%	30.2%	105.4%	30.2%
Costo Laboral	11.5%	10.4%	-2.9%	10.0%	29.2%	10.0%
Depreciaciones	4.2%	3.9%	1.2%	3.1%	5.8%	3.1%
Otros Costos de Fabricación	17.4%	19.8%	21.9%	20.7%	40.4%	20.7%
<b>Costo de Ventas (Miles USD)</b>	<b>266,058</b>	<b>285,706</b>	<b>7.4%</b>	<b>383,379</b>	<b>34.2%</b>	<b>102,539</b>

Por otra parte, los Gastos Operacionales también crecieron significativamente del 12% en el 2006 al 33% en el 2007, ahondado el descenso del margen bruto. Lo anotado responde a eventos importantes como modificación en la estructura organizacional y tecnológica, asesorías para la gestión administrativa y tecnológica, mayor gasto de



arriendo de cámaras de frío por problemas de comercialización de producto en periodos de sobre oferta en el mercado, más campañas publicitarias.

Adicionalmente en este periodo el resultado operacional anual se ve disminuido por egresos no operacionales, fundamentalmente proveniente de la pérdida del valor proporcional patrimonial de la inversión en TC Tesalia Corporation (Colombia) por USD 3,1 MM. Este egreso no fue cubierto totalmente por el rendimiento financiero de las inversiones de PRONACA, por lo que el neto de la actividad no operacional reduce el Margen Operativo en 0.3%.

El Resultado Operativo que llega a ser el 6.9% de las ventas totales a dic-07 (12.8% a dic-06), ofrece una adecuada cobertura de 4 veces el gasto financiero, aunque sensiblemente menor a la cobertura observada en dic-06 de 14 veces.

La cantidad de los resultados luego de impuestos y participaciones de USD 16,508 M, constituyen el 46.9% de la utilidad a dic-06.

Las ventas de PRONACA en el periodo enero – marzo 2008, muestran una buena dinámica respecto a igual periodo del 2007. Los ingresos operativos son mayores en 32%, frente igual periodo del año anterior. Comparado con las ventas proyectadas para el año completo 2008 (USD 621,6 MM), representan el 20.6%, mas considerando que el mayor volumen de ingresos se logra en el segundo semestre, pensamos que es posible el cumplimiento del presupuesto.

No obstante de la capacidad que la empresa mantiene para generar ingresos, en el mediano plazo, éstos no cubrirán la brecha en el margen bruto generado por el costo de ventas y la nueva estructura de gastos administrativos (sin considerar gastos no recurrentes producidos en el año anterior).

Por otro lado, el margen operativo también será mermado por el mayor costo financiero que ha generado el crecimiento del endeudamiento. Estos gastos representaron el 22% del Resultado Operativo y se proyecta que sea el mismo porcentaje en el periodo completo del 2008.

A mar-08 el margen bruto es de 19.9%, los egresos operacionales reducen su peso en 1.1 puntos porcentuales, y el resultado operativo se ubica en 6.7%.

Los otros ingresos no operativos netos provienen básicamente del rendimiento financiero de las inversiones de PRONACA, permiten que el margen operativo antes de gasto financiero, participación empleados e impuestos, mejore con relación a dic-07, en 0.5 puntos básicos hasta llegar a 7.2%.

El resultado neto del primer trimestre del 2008, asciende a USD 4.500 M, es equivalente al 3.5% de las ventas operativas de este periodo (3.4% en el 2007 y 9.1% en el 2006), y representa el 16.6%

de los ingresos proyectados para el periodo 2008 (USD 27 MM).

Por todo lo expuesto, el ROA y ROE de la compañía, en dic-07 y mar-08, se encuentran por debajo del desarrollo de los últimos cinco años. En el mediano plazo la generación de flujo operativo estará restringida por los costos fijos, nuevas inversiones y el gasto financiero.

### ▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Este análisis se fundamenta en los estados financieros auditados por Deloitte hasta Diciembre del 2007 y directos a marzo 2008 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 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.

Anotamos además que debido a la estimación efectiva de la recuperación de las cuentas por cobrar a la empresa ENACA, se ha reclasificado los valores de corto plazo al activo no corriente (USD 22 MM).

EMPRESA PRONACA C.A.	dic-05	dic-06	dic-07	mar-08
<b>PARTICIPACION</b>				
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>49%</b>	<b>50%</b>	<b>54%</b>	<b>54%</b>
Fondos Disponibles	4.2%	2.7%	1.7%	6.4%
Inversiones temporales	5.9%	6.4%	5.5%	5.3%
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	11.4%	13.4%	12.0%	12.1%
Inventarios Neto	26.0%	24.3%	33.5%	28.3%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%
Gastos pagados por anticipado	1.4%	2.2%	1.2%	2.0%
Préstamos por Cobrar	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>51%</b>	<b>50%</b>	<b>46%</b>	<b>46%</b>
Propiedades	33.6%	30.0%	26.9%	27.4%
Inversiones en Acciones Emp. Relacionadas y/o Vin	5.9%	9.0%	4.5%	4.9%
Cuentas por Cobrar LP Accionistas/Relacionadas	3.2%	4.0%	8.0%	6.9%
Activos Intangibles	8.4%	7.2%	6.8%	6.7%
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

En el año 2007 los activos de PRONACA presentaron un crecimiento importante de 29.2%, no obstante para el primer trimestre del 2008 este comportamiento se revierte y la estructura se contrae en 1%, principalmente por la utilización de inventarios.

Se eleva la participación del activo corriente respecto a lo histórico, fundamentalmente por una mayor reserva de inventarios de materia prima y de productos terminados. Lo primero responde a la decisión gerencial de asumir un costo adicional que mitigue el crecimiento del precio de la materia prima internacional en el 2008. Lo segundo es efecto de la sobre oferta de pollo sin marca. Otros rubros que toman mayor importancia son las cuentas por cobrar y la liquidez de la empresa.

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 de terceros) mostró para cierre del 2007, aumento en la morosidad que pasó del 4% al 5% (cartera sobre los 90 días). El evento responde a las condiciones de sobre oferta en el mercado en el año anterior. Sin embargo la rotación se recupera para el primer trimestre del 2008, aunque tampoco se ubica en sus mejores picos de 25 y 30 días; a dic-07 y mar-08 el retorno de la fuente fue de 41 y 34 días respectivamente.

Inventarios es el activo que mayor demanda de flujo ha tenido en el último periodo, como resultado del aumento en ventas, decisiones gerenciales y problemas de colocación del producto. A dic-07 manejaron 118 días de inventario en promedio, veinte y nueve días más que a dic-06, sin embargo esto se corrige en el primer trimestre del 2008 (92 días de rotación), debido a la buena dinámica en ventas.

Para mar-08, la materia prima en fábrica sumada a aquella en tránsito representan la porción más importante de los inventarios con el 55.8%, seguido por productos en proceso con el 23.7%, productos terminados 17.8% y otros 2.6%. Cuentan con una póliza que cubre todo riesgo industrial, excepto hurto y faltantes, con un promedio de 98% de cobertura después del deducible estipulado. La fecha de vencimiento es diciembre del 2008 y está contratada con la empresa aseguradora Ace Seguros.

La mortalidad de animales ocurre en los inventarios de productos en proceso. Este riesgo ha representado en promedio el 7% de éstos.

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 16 días a mar-08 (21 días dic-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 dió en el 2001 lo cual elevó la operación en el 2002. Estos activos cuentan con una póliza de seguros contra todo riesgo Industrial con Ace Seguros con vencimiento a diciembre 2008.

Las necesidades de flujo de efectivo para Inversiones en Acciones de empresas subsidiarias y empresas relacionadas por accionistas, han sido

cada vez mayores y por sobre el presupuesto del 2005 de PRONACA. Este flujo se encuentra distribuido entre las Inversiones en Acciones, Otros Activos y Cuentas por Cobrar de Largo Plazo.

Con la fusión de Ecuadasa y la reclasificación de la liquidez de Inversiones en Acciones a otras cuentas, en el 2007, la participación de este rubro desciende de 11.28% en jul-07 a 4.86% en mar-08 (USD 18 MM).

Los Otros Activos representan el 6.68% (USD 24.8 MM) del activo total. Estos corresponden a activos intangibles provenientes principalmente de la diferencia entre el valor razonable de los activos y el valor pagado por las acciones de las siguientes empresas: Ecuadasa, Mardex y Comnaca. El 32% corresponde a la inversión en Cerdos en Reproducción, Semovientes y Otros. El goodwill de inversiones en acciones se amortiza hasta 20 años.

El 6.92% (USD 25.7 MM) del activo total corresponde a las Cuentas por Cobrar a empresas subsidiarias y a Enaca, empresa relacionada por accionistas. El 18% de este valor es de plazo corto de recuperación y la diferencia de mediano plazo.

(\$ MILES)	dic-05	dic-06	dic-07	mar-08
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>33%</b>	<b>30%</b>	<b>45%</b>	<b>44%</b>
Porción corriente de deuda financiera a largo plazo	3.47%	5.23%	4.94%	5.17%
Deuda financiera de corto plazo	15.75%	9.31%	26.24%	27.58%
Proveedores	7.60%	9.02%	7.94%	4.45%
Cuentas y Documentos por Pagar	0.09%	0.19%	0.24%	0.38%
Gastos acumulados por Pagar	2.10%	2.17%	3.52%	4.15%
Impuestos y Retenciones por Pagar	1.21%	1.28%	0.58%	0.46%
Participación empleados por Pagar	1.70%	1.99%	1.16%	1.43%
Otros Pasivos Corrientes	0.77%	0.39%	0.00%	0.00%
<b>Pasivo de Largo Plazo</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>
Provisión para jubilación	4.19%	4.24%	4.11%	4.28%
Deuda financiera de largo plazo	5.95%	7.66%	4.15%	3.13%
Otros pasivos de largo plazo	0.56%	0.00%	0.10%	0.15%
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>43%</b>	<b>41%</b>	<b>53%</b>	<b>51%</b>
<b>Total Patrimonio Accionistas</b>	<b>57%</b>	<b>59%</b>	<b>47%</b>	<b>49%</b>
Capital social	46.16%	53.84%	45.37%	45.94%
Aportes para Futuras Capitalizaciones	2.07%	1.89%	0.52%	0.53%
Reserva Legal	0.06%	0.06%	0.04%	0.04%
Reserva de Capital	4.12%	4.09%	0.00%	0.00%
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%	1.08%	1.09%
Utilidad del ejercicio	0.00%	6.10%	0.00%	1.21%
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Sobre la estructura del pasivo total, el patrimonio deja de ser la primera fuente de apalancamiento, dado la desaceleración en el crecimiento de éste. Por otro lado durante el 2007 existió un incremento significativo de pasivos con terceros del 65%, que se mantiene en el 2008, fundamentalmente con instituciones financieras y mercado de valores.

Dentro del pasivo con terceros el rubro Proveedores ofrece menor tiempo de fondeo para el proceso de adquisición de la materia prima debido a las actuales condiciones de mercado. Por esta circunstancia una parte de la materia prima está siendo financiada con deuda comercial financiera con proveedores. La rotación de días por pagar se reduce de 33 en dic-06 a 21 días en jul-07, 28 días en dic-07 y 15 días en mar-08.



La concentración del endeudamiento con terceros en el corto plazo (84%) y con costo (70%), encarece el resultado de la compañía y limita la disponibilidad de liquidez inmediata.

### CONCLUSIÓN BALANCE

Con la sensibilidad que se hizo en el balance de dic-07 y mar-08, de trasladar cuentas por cobrar con incertidumbre de recuperación al activo de largo plazo, es evidente el descalce en la estructura de balance de la compañía. El patrimonio ya no alcanza para cubrir las inversiones de largo plazo en que la empresa está incurriendo.

De otra parte, esta sensibilidad a la necesidad de recursos de terceros se ahonda debido a la presión en el capital de trabajo, destinando mayores plazos y volúmenes a cuentas por cobrar comerciales de las que los proveedores les otorgan.

Las consecuencias de estos desequilibrios son evidentes en el desmejoramiento de la liquidez corriente, incremento de la relación de endeudamiento con su respectivo costo y restricción del capital de trabajo propio.

### ▪ ENDEUDAMIENTO

La solvencia de PRONACA ofrece calidad considerando que el capital primario (capital social y reserva legal) representa el 94% 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 contingentes<sup>1</sup> en el numerador y un patrimonio tangible en el denominador (reducido los activos diferidos), se ubica en 1.26 veces para mar-08, 1.38 veces en dic-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 2.70 en dic-07 y 2.71 en mar-08. La presión del endeudamiento se amplía en la medida en que el flujo operativo debe cubrir intereses e impuestos, por lo que la deuda financiera total pasa a representar 4.13 veces el FFO (flujo de fondos operativo), en marzo del 2008.

El EBITDA a mar-08 representa el 24.98% de lo generado a dic-07 y 1.4 veces lo generado a mar-07. La tendencia positiva en los ingresos operativos en este año, permiten proyectar una recuperación importante de éste respecto a lo

<sup>1</sup> Deuda de empresas relacionadas de las que PRONACA es garante. A mar-08 son USD 6.7 MM.

observado en el 2007, pero sin llegar todavía a niveles del 2006. Con base en esto se esperaba que las relaciones mencionadas frente al EBITDA se reduzcan pero aún no a niveles históricos.

### ▪ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUEZ

PRONACA C.A.	jun-08	jul-08
Vencimiento Capital de Papel Comercial	4,650,000	5,350,000

El Flujo de Caja Operativo (CFO) y Flujo de Caja Libre (FCF), que fueron negativos en el 2007, por la gestión operativa disminuida y mayores requerimientos de inventarios, inversiones en activos fijos y cuentas por cobrar a empresas relacionadas y comerciales, vuelven a ser positivo en el primer trimestre del 2008, por no requerir flujo para inventarios gracias a la estrategia de acumularlos en el último trimestre del 2007; también debido a que a la fecha sólo se ha realizado el 16% de las inversiones planificadas para el 2008 (USD 31 MM).

El Flujo de Caja Libre a marzo versus la Porción Corriente (donde se registra la deuda de Papel Comercial que hace referencia este estudio), ofrece una cobertura de 3.17 veces. Sin embargo, con el requerimiento de inventarios que planifican realizar en el segundo trimestre del 2008, más el avance de las inversiones planificadas, la compañía requerirá del refinanciamiento total de sus obligaciones en el corto plazo.

Consideramos que el refinanciamiento de sus pasivos con el mercado financiero es totalmente viable primero por el comportamiento histórico de pago, segundo por la mejora de las relaciones de liquidez en el segundo semestre del año tanto por el mayor nivel de ventas que se registran en este periodo como por el menor requerimiento de inventarios (las compras importantes se realizan en los primeros siete meses del año).

Cabe mencionar que PRONACA mantiene líneas de crédito con instituciones financieras locales e internacionales, cuyo cupo disponible a marzo de este año asciende a USD 22 MM.

La emisión de Papel Comercial representa el 52% de la porción corriente del endeudamiento y el 8% de la deuda financiera de corto plazo.

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

### ▪ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

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 Mar-08 la estructura de la garantía general, es la siguiente:



EMPRESA PRONACA C.A.	Activo Pignorado mar-08	Activo Pignorado 31.03.08	Activo Disponible	Activo Diferido	Activo Libre
<b>Miles USD</b>					
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>200,954</b>	<b>2,700</b>	<b>198,254</b>	<b>-</b>	<b>198,254</b>
Fondos Disponibles	23,631		23,631		23,631
Inversiones temporales	19,688		19,688		19,688
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	44,980		44,980		44,980
Inventarios Neto	105,284	2,700	102,584		102,584
Otras cuentas por cobrar	-		-		-
Gastos pagados por anticipado	7,371		7,371		7,371
Préstamos por Cobrar	-		-		-
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>170,484</b>	<b>51,699</b>	<b>118,785</b>	<b>24,801</b>	<b>93,984</b>
Propiedades	101,905	51,699	50,206		50,206
Inversiones en Acciones	18,056		18,056		18,056
Cuentas por Cobrar LP Accion./Relac.	25,722		25,722		25,722
Activos Diferidos	24,801		24,801	24,801	-
Otros Activos No Corrientes	-		-		-
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>371,438</b>	<b>54,399</b>	<b>317,039</b>	<b>24,801</b>	<b>292,238</b>
Papel Comercial Circulación					10,000
Títulos en Mercado Valores/ Garantía					3.42%
Garantía / Títulos en Mercado Valores					29.22

Cualitativa y cuantitativamente la garantía cubre adecuadamente la emisión de Papel Comercial vigente por USD 10.000 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.

La presente emisión de Papel Comercial no tiene ningún resguardo adicional a los que determina la Ley y Codificación del Mercado de Valores (título III, subtítulo I, capítulos III y IV).

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil.

Se puede mencionar que el programa de papel comercial al que se refieren este informe, tuvo buena acogida en el mercado de valores, durante los dos años de vigencia. Antes de esta emisión, PRONACA presentó al mercado de valores una emisión de obligaciones de mediano plazo, que también contó con muy buena acogida.

La liquidez de los títulos valores en el mercado no influyen en la calificación, sino al contrario.

PRONACA C.A.	dic-05	dic-06	jun-06	dic-07	jul-07	mar-08
<b>RESULTADOS</b>						
Ventas	353,483	387,552	178,601	486,591	242,644	127,987
% crecimiento	4.4%	9.6%	1.1%	25.6%	7.3%	5.2%
Costo de Ventas	-266,058	-285,705	-131,655	-383,379	-192,802	-102,539
% crecimiento	3.0%	7.4%	-1.0%	34.2%	15.7%	7.0%
<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	<b>25%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>
<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>53,051</b>	<b>62,209</b>	<b>29,251</b>	<b>49,200</b>	<b>25,611</b>	<b>12,292</b>
<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	<b>15.0%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.6%</b>	<b>9.6%</b>
<b>EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>53,051</b>	<b>62,209</b>	<b>29,251</b>	<b>49,200</b>	<b>25,611</b>	<b>12,292</b>
<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	<b>15.0%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.6%</b>	<b>9.6%</b>
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	16,562	18,237	9,154	19,779	12,020	4,674
<b>EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>36,489</b>	<b>43,972</b>	<b>20,097</b>	<b>29,421</b>	<b>13,591</b>	<b>7,618</b>
Gasto Financiero del período	-3500	-5,129	-2,763	-7,314	-3,768	-2,990
Impuestos a la renta	-3,725	-5,062	-2,582	-4,860	-1,873	-818
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	5.8%	7.9%	8.5%	7.4%	7.5%	9.0%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>29,695</b>	<b>35,168</b>	<b>15,997</b>	<b>16,508</b>	<b>9,383</b>	<b>4,500</b>
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	21.6%	22.1%	21.2%	9.5%	9.5%	10.0%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12.2%	12.8%	12.2%	4.9%	5.2%	4.8%
<b>FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)</b>						
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>53,051</b>	<b>62,209</b>	<b>29,251</b>	<b>49,200</b>	<b>25,611</b>	<b>12,292</b>
(-) Gasto Financiero del período	-3,500	-5,129	-2,763	-7,314	-3,768	-2,990
(-) Impuesto a la renta del período	-3,725	-5,062	-2,582	-4,860	-1,873	-818
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>45,826</b>	<b>52,018</b>	<b>23,906</b>	<b>37,026</b>	<b>19,970</b>	<b>8,484</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-7,651	-10,298	1,710	-53,683	-34,297	15,863
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>38,175</b>	<b>41,720</b>	<b>25,616</b>	<b>-16,657</b>	<b>-14,327</b>	<b>24,347</b>
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	1,380	0	1,835	0	304
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-2,879	-3,463	0	-14,021	0	-3,467
(-) Dividendos pagados a accionistas y devolución Aportes Futuras Capitalizaciones	-7,903	-9,000	-9,000	-10,500	-9,971	0
(-) Inversión en Acciones	-2,932	-10,960	-6,280	-11,256	-10,550	-1,100
(-) Inversión en Activos Intangibles	-3,197	-5,193	-2,308	-5,192	-2,619	-919
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-12,280	-12,811	-4,986	-23,361	-9,804	-3,933
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>8,984</b>	<b>1,673</b>	<b>3,042</b>	<b>-79,152</b>	<b>-47,271</b>	<b>15,232</b>
<b>CFO MARGIN (FFO/ventas) (%)</b>	<b>10.80%</b>	<b>10.77%</b>	<b>14.34%</b>	<b>-3.42%</b>	<b>-5.90%</b>	<b>19.02%</b>
Cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)</b>	<b>53,051</b>	<b>62,209</b>	<b>29,251</b>	<b>49,200</b>	<b>25,611</b>	<b>12,292</b>
<b>BALANCE</b>						
Caja e Inversiones Corrientes	26,302	26,432	24,554	26,891	27,276	43,319
<b>Activos Totales</b>	<b>260,283</b>	<b>291,092</b>	<b>262,323</b>	<b>376,333</b>	<b>325,237</b>	<b>371,438</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	50,057	42,329	46,913	117,383	80,931	121,700
Pasivo financiero Largo Plazo	15,505	22,291	17,402	15,618	27,115	11,652
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	65,562	64,620	64,315	133,001	108,046	133,352
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>147,378</b>	<b>170,424</b>	<b>154,375</b>	<b>176,961</b>	<b>169,837</b>	<b>181,462</b>
<b>Capitalización ****</b>	<b>212,940</b>	<b>235,044</b>	<b>218,690</b>	<b>309,962</b>	<b>277,883</b>	<b>314,814</b>
<b>Pasivos contingente</b>	<b>16,986</b>	<b>20,887</b>	<b>18,817</b>	<b>8,960</b>	<b>14,023</b>	<b>6,763</b>
<b>ACTIVO PIGNORADO</b>	<b>76,875</b>	<b>93,414</b>	<b>76,321</b>	<b>0</b>	<b>55,119</b>	<b>54,399</b>
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	21,816	21,066	22,484	25,394	20,120	24,801
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	<b>161,592</b>	<b>176,612</b>	<b>163,518</b>	<b>350,939</b>	<b>249,998</b>	<b>292,238</b>
Emisión de Obligaciones en Circulación	3,600	10,000	2,000	10,000	6,500	10,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	<b>45</b>	<b>18</b>	<b>82</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>29</b>
Límite Legal para Emitir Obligaciones	<b>129,274</b>	<b>141,290</b>	<b>130,814</b>	<b>280,751</b>	<b>199,998</b>	<b>233,790</b>

(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.

**FECHA COMITE: Junio / 4 / 2008**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 2008**

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



PRONACA C.A.	dic-05	dic-06	jun-06	dic-07	jul-07	mar-08
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.16	12.13	10.59	6.73	6.80	4.11
(EBITDA - Inver en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.65	9.63	8.78	3.53	4.20	2.80
(EBITDA - Inversiones) / Gasto Financiero del período (x)	9.90	6.68	5.67	1.42	0.70	2.15
<b>EBITDAR / Cargos Fijos (intereses y cuota leasing del período)</b>	<b>15.16</b>	<b>12.13</b>	<b>10.59</b>	<b>6.73</b>	<b>6.80</b>	<b>4.11</b>
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.24	1.04	1.10	2.70	2.46	2.71
<b>Deuda Financiera Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x) Anual</b>	<b>1.56</b>	<b>1.37</b>	<b>1.42</b>	<b>2.89</b>	<b>2.78</b>	<b>2.85</b>
<b>Deuda Financiera Neta (Descontado activos líquidos) / EBITDA o EBITDAR (x) Anual</b>	<b>74%</b>	<b>61%</b>	<b>68%</b>	<b>216%</b>	<b>184%</b>	<b>183%</b>
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FFO (x)	143.07%	124.23%	134.52%	359.21%	315.61%	392.95%
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) + Contingentes / FFO (x)	180.13%	164.38%	173.87%	383.41%	356.57%	412.88%
(FCF) Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Total (ajustada al leasing si es el caso) (%)	13.70%	2.59%	9.46%	-59.51%	-75.00%	45.69%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	0.31	0.27	0.29	0.43	0.39	0.42
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.07	0.10	0.08	0.01	0.09	0.01
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	0.58	0.54	0.60	0.67	0.69	0.70
Pasivo Total NOajust.leasing/ Patrimonio (x)	0.77	0.71	0.70	1.13	0.92	1.05
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	0.90	0.81	0.82	1.32	1.04	1.21
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	0.77	0.71	0.70	1.13	0.92	1.05
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	0.90	0.81	0.82	1.32	1.04	1.21
Pasivo Total ajustado leasing + Contingente /Patrimonio Tangible	1.04	0.95	0.96	1.38	1.13	1.26
<b>LIQUIDEZ</b>						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	76.35%	65.50%	72.94%	88.26%	74.90%	91.26%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	52.54%	62.44%	52.34%	22.91%	33.70%	35.59%
<b>FFO/intereses del período (FFO/interest cover)</b>	<b>1409.31%</b>	<b>1114.19%</b>	<b>965.22%</b>	<b>606.23%</b>	<b>629.99%</b>	<b>383.75%</b>
<b>FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)</b>	<b>1409.31%</b>	<b>1114.19%</b>	<b>965.22%</b>	<b>606.23%</b>	<b>629.99%</b>	<b>383.75%</b>
<b>CFO/intereses del período (CFO/interest cover)</b>	<b>1090.71%</b>	<b>813.41%</b>	<b>927.11%</b>	<b>-227.74%</b>	<b>-380.23%</b>	<b>814.28%</b>
<b>CFO/cargos fijos</b>	<b>1090.71%</b>	<b>813.41%</b>	<b>927.11%</b>	<b>-227.74%</b>	<b>-380.23%</b>	<b>814.28%</b>
<b>FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	<b>0.92</b>	<b>1.23</b>	<b>1.02</b>	<b>0.32</b>	<b>0.42</b>	<b>0.28</b>
<b>CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	<b>0.76</b>	<b>0.99</b>	<b>1.09</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.30</b>	<b>0.80</b>
<b>FFO/Porción Corriente LP (x) Anual</b>	<b>5.07</b>	<b>3.42</b>	<b>6.89</b>	<b>1.99</b>	<b>2.21</b>	<b>1.77</b>
<b>CFO/Porción Corriente LP (x) Anual</b>	<b>4.22</b>	<b>2.74</b>	<b>7.39</b>	<b>-0.90</b>	<b>-1.59</b>	<b>5.07</b>
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período (x) anual	1.06	1.47	1.25	0.42	0.54	0.40
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período+gasto financiero período (x) anual	0.99	1.31	1.12	0.39	0.50	0.37
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x) Anual	4.23	3.06	4.69	1.90	2.00	1.58
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.18	0.04	0.13	-0.67	-1.00	0.50
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.99	0.11	0.88	-4.26	-5.24	3.17
<b>OTROS INDICES</b>						
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	42,234	58,641	41,190	34,556	55,011	38,850
Liquidez Acida (x)	0.70	0.86	0.63	0.45	0.65	0.59
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.66	0.76	0.61	0.43	0.57	0.54
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.13	1.20	1.10	1.02	1.09	1.06
Patrimonio / Activo Total (x)	0.57	0.59	0.59	0.47	0.52	0.49
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	11	9	14	9	10	11
Días de cuentas por cobrar	32	38	25	41	35	34
Rotación de inventarios (x)	4	4	4	3	3	4
Días de inventarios	91	89	95	118	104	92
Rotación de cuentas por pagar (x)	13	11	19	13	17	25
Días de cuentas por pagar	27	33	19	28	21	15
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS. COMER. FINANCIERAS	13	11	19	8	17	11
Días de cuentas por pagar	27	33	19	47	21	32
Rotación Capital de Trabajo	6	5	6	11	6	11
Días de Capital de Trabajo	57.15	73.89	56.32	32.45	59.92	34.10
Días de Ciclo de Operación	-39	-20	-46	-99	-58	-77
<b>Vencimientos Deuda Financiera</b>						
<b>Año</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>jun-06</b>	<b>2007</b>	<b>jul-07</b>	<b>mar-08</b>
Vencimientos Emisión Obligaciones	3,600	10,000	2,000	10,000	6,500	10,000
Vencimientos Otra deuda Financiera	61,962	54,620	62,315	123,001	101,546	123,352
<b>Total</b>	<b>65,562</b>	<b>64,620</b>	<b>64,315</b>	<b>133,001</b>	<b>108,046</b>	<b>133,352</b>

(x) Índice expresado en número de veces