



Ecuador  
Papel Comercial

Procesadora Nacional de  
Alimentos C.A. PRONACA

### RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

### Calificaciones

Tipo Instrumento	Monto Autoriz.	Monto Circul. Ago/09	Vcto.	Calificación	Última Rev.
Fideicomiso Titularización Flujos					
Serie A	USD \$ 15 MM	USD \$ 12.6 M	dic-11	AAA	ago-09
Serie B	USD \$ 20 MM	USD \$ 20 MM	mar-13	AAA	ago-09
Papel Comercial	USD \$ 20 MM	--	720 días	AA+	Nueva

Con base en los estados financieros auditados de los años 2005 al 2008, y estados financieros internos e información adicional con corte a Septiembre 2009, de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió otorgar la calificación de "AA+" al programa de Papel Comercial propuesto por la Compañía.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de "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".

### Características del Papel Comercial

Programa Papel Comercial			
<b>Emisor:</b>	PRONACA C.A.		
<b>Monto Programa:</b>	USD\$ 20,000,000.00		
<b>Plazo Programa:</b>	720 días		
	<b>Monto por Clase</b>	<b>Plazo por Clase</b>	
	(miles de US\$)		
<b>Clases</b>			
Serie A	5,000.00	30 días	
Serie B	5,000.00	90 días	
Serie C	5,000.00	150 días	
Serie D	5,000.00	210 días	
<b>Valor Nominal de Cada Título</b>	USD\$ 50,000.00		
<b>Número de Títulos por Serie:</b>	100		
<b>Amortización:</b>	Al vencimiento del plazo de cada serie		
<b>Pago de Interés:</b>	Al vencimiento del plazo de cada serie		
<b>Cupón de Interés:</b>	Cero Cupón		
<b>Garantía:</b>	General		
<b>Destino de la Emisión:</b>	Reestructuración de Pasivos		
<b>Resguardo adicionales:</b>	NO		
<b>Contrato de Underwriting:</b>	NO		
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.		
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Casa de Valores Produvalores S.A.		
<b>Agente Pagador:</b>	Lloyds TSB Bank PLC (Sucursal Ecuador)		
<b>Representante Obligacionistas:</b>	Goldenbond S.A.		

La calificación otorgada es una calificación local que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria. Este riesgo sin embargo, está implícito en los valores de deuda emitidos. En este caso la circular de oferta pública de papel comercial no establece explícitamente que el valor calificado será pagado en la moneda vigente en la economía ecuatoriana al momento del pago.

La calificación otorgada considera la experiencia de la administración en producción, procesamiento y comercialización de productos alimenticios para el hombre y animales. Las diferentes estrategias han llevado a un buen posicionamiento de la compañía y de todas las marcas que administran, en el mercado local.

La diversificación de líneas de producción ha permitido que los ingresos crecieran en los últimos años y consolidaran un adecuado respaldo patrimonial, que es la primera fuente de fondeo de la compañía.

Debido a la dependencia alta de materias primas agrícolas como maíz, soya y arroz, que son sensibles al nivel de producción y precios, los resultados de la compañía disminuyeron considerablemente en el 2007, presentando una recuperación lenta en el 2008 y 2009. La Calificadora considera que esto se mantendría en los siguientes dos años, tomando en cuenta que los mercados esperan en el corto plazo que los precios de materias agrícolas se establezcan y no regresen a los precios del 2007 y 2008, pero tampoco volverían a los obtenidos en el 2005.

### Contactos

Patricio Baus, Ecuador.  
[pbaus@bankwatchratings.com](mailto:pbaus@bankwatchratings.com)  
(593-2) 222-2323

María Sol Merino, Ecuador.  
[mariasol.merino@bankwatchratings.com](mailto:mariasol.merino@bankwatchratings.com)  
(593-2) 222-2841

FECHA COMITE: Enero / 25 / 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 2009

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.



La estrategia de PRONACA para mitigar la sensibilidad del costo de los insumos ha sido y será ampliar el número de productores locales integrados. También han adoptado nuevos productos que ofrecen nutrientes equivalentes a lo que provee la soya.

Además están implementando políticas y un comité de riesgos para la administración de derivados de coberturas en las compras de materias primas internacionales, que son el 42% del costo de ventas.

El endeudamiento de PRONACA es moderado (1.55 hasta fin del 2009 considerando la nueva operación de papel comercial; 2.8 veces en 2008 y 2007). La ampliación del plazo del pasivo financiero da un alivio estructural al Flujo de Caja Libre, sin embargo dada las necesidades importantes de inversiones para mantener la operación, la deuda de corto plazo incluida la porción corriente de deuda de largo plazo, a septiembre 09, tendría que ser renovada en un 65%. La Calificadora espera similar comportamiento para los siguientes dos años.

Consideramos que renovar la deuda de corto plazo es posible por la representación de la compañía en el país, la estrategia de reestructuración de pasivos, y la recuperación del flujo operativo mediante un adecuado desarrollo en ventas y costo de ventas.

PRONACA actúa como tesorería central de las empresas en las que invierte y de empresas relacionadas por accionistas, dándoles soporte de liquidez en caso de necesidad. Debido a que los retornos de estas compañías estarían iniciando, la Calificadora realiza seguimientos al desarrollo del plan de inversiones y evalúa su impacto en el perfil financiero de la empresa. La Administración de PRONACA está desarrollando una política que limite el endeudamiento y recuperación de liquidez entregada a éstas.

La operación de Papel Comercial no tiene resguardos específicos adicionales a los de ley. Sin embargo la compañía sí debe cumplir con un resguardo puntual de endeudamiento comprometido para la titularización de flujos futuros que mantiene en el mercado de valores. La revisión de septiembre 09 muestra que este requerimiento se ha cumplido, inclusive considerando la nueva operación de USD 20 MM.

La obligación de Papel Comercial tiene garantía general constituida por activos libres de gravámenes que ofrecen una cobertura de 14.47 veces esta operación.

=====

## 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.

- Adecuado soporte patrimonial.
- Recuperación del EBITDA.
- Estrategia comercial enfocada a priorizar segmentos de mercado y línea de productos a nivel local.
- Reestructuración y ampliación del plazo del pasivo financiero.
- Desde el gobierno protección e incentivo a la producción nacional a través de políticas tributarias y crédito para agricultores.

### Debilidades y Amenazas

- Alta dependencia de materia prima que es sensible a factores climatológicos, nivel de producción, precios, y nivel de aranceles locales e internacionales.
- Demanda de los productos de la línea industrial de alimentos, moderadamente sensibles a la variación del precio y la capacidad adquisitiva de los consumidores.
- Mayor competencia local en líneas de alimentos para el ser humano.
- Políticas y límites para el manejo de recursos con compañías subsidiarias y relacionadas en desarrollo.
- Generación operativa y neta disminuida.
- Sistema de información gerencial en mejoramiento.

### EVENTOS SUBSECUENTES.

En diciembre de 2008 PRONACA contabilizó la fusión por absorción de la compañía ENACA, relacionada por accionistas, que se encontraba en proceso de liquidación. La operación redujo el patrimonio de PRONACA en USD 10 MM, también los resultados del año en USD 2,3 MM, y las cuentas por cobrar a ENACA a la tercera parte, convirtiéndose éstas en activos realizables que la administración aspira vender en el mediano plazo. Por otro lado recibieron cuentas por cobrar de deudores de Enaca que para PRONACA son activos por cobrar de mediano plazo igualmente.

En el último trimestre del 2008 PRONACA realizó una cesión de derechos de las cuentas por cobrar y de las acciones de su subsidiaria Inaexpo Brasil (tenedora de las acciones de Inaceres), a la empresa Infold, de propiedad de los accionistas de PRONACA. A su vez esta empresa revertiría en el corto plazo hacia PRONACA la inversión por alrededor de USD 11 MM. Hasta la presente fecha no ha existido la recuperación esperada. Representantes de la compañía indican que en diciembre la Cuenta por Cobrar a Infold ha sido reclasificada a Inversiones en Empresas de largo plazo.

Están pendientes de revisión por parte del SRI las declaraciones de impuestos de los años 2007 al 2009.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente informe se utilizaron los estados financieros de la compañía PRONACA C.A., auditados por Deloitte en los años 2005, 2006, 2007 y 2008, los cuales no presentaron salvedades. También el balance interino al mes de septiembre del 2009 en el cual

se ha aplicado las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF exclusivamente en una parte del activo fijo. El resultado fue un incremento de USD 11.364 M en el valor patrimonial de la compañía.

**DESCRIPCIÓN DEL EMISOR**

Línea de Negocio / Presentación	PRONACA Ecuador	Importación	Subsidiarias /Relacionadas
<b>Aves</b>	Pollo, gallina y pavo. Troceado, entero, en pie, pop (apanados).		
<b>Nutrición animal</b>	Aves, caballos, ganado vacuno y porcino, mascotas.		
<b>Embutidos y congelados</b>	Pollo, pavo, cerdo, camarón.		Pescado congelado
<b>Carne de cerdo y res*</b>	Carne troceada		
<b>Conservas, arroz, huevos comerciales</b>	Mermeladas, salsa de tomate, mostaza, mayonesa, arroz, huevos comerciales	Aceite de oliva, aceitunas, otros.	Palmito, Alcachofa
<b>Agropecuaria</b>		Semillas, abonos, laboratorios.	

La empresa se creó en 1977 como Procesadora Nacional de Aves C.A. PRONACA para complementar la cadena de valor en el negocio avícola, que los accionistas iniciaron en 1958. Cambia en 1999 el nombre de la compañía a Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA.

El objeto social de la compañía es la realización de actividades agropecuarias, especialmente las relacionadas con la avicultura, ganadería, porcicultura, acuicultura y pecuaria en general, en todas sus formas y etapas; esto es, desde el aprovisionamiento de materia prima, ya sea producida por la compañía o adquirida a terceros, pasando luego a la producción de bienes hasta llegar a la comercialización.

PRONACA es la cabeza del grupo económico del igual nombre, conformado por empresas que tienen el mismo fin que la compañía origen, con excepción de un proyecto hidroeléctrico.

La trayectoria y modelo de negocio de PRONACA ha sido replicado en las compañías subsidiarias constituidas en Ecuador, Colombia y Brasil, aunque no todas con el mismo éxito.

PRONACA vende exclusivamente en el país. Dentro del portafolio de negocios locales las líneas de producción propias son las más representativas, y entre éstas la línea de aves es la más importante (41%), sin embargo las otras están ganando peso sobre las ventas y han conseguido que éstas crezcan. Con excepción de la inversión en reses que han decidido pararla.

La comercialización es a través de una gran fuerza comercial y logística conformada por 1.100 colaboradores directos que atienden cerca de

53.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados, en todo el país.

En el 2009 culminó la construcción de un centro de distribución en la ciudad de Guayaquil, cuyo fin es mejorar el abastecimiento de los productos y aminorar el costo de distribución.

La producción de PRONACA requiere principalmente de materias primas agrícolas como maíz, soya, aflechillo de trigo, palma, arroz; igualmente aves. Alrededor de un 42% se abastece en mercados internacionales y un 58% localmente. El porcentaje importante de proveedores locales se sustenta mayoritariamente en el programa denominado proveedores agrícolas integrados, el cual promueve la productividad del pequeño agricultor mediante asistencia técnica, insumos, financiamiento y un negocio seguro, de su parte la compañía obtiene estabilidad en la producción, en la calidad y el costo.

La intención de la compañía es mantener y crecer en el número de integrados. A la fecha de este informe los proveedores agrícolas integrados suman 1.086, son el 73% del número total de proveedores agrícolas, y el 33% del número de proveedores con los que la empresa ha realizado transacciones en este año.

El manejo ambiental de la empresa se materializa en sistemas de gestión para proteger el aire, el suelo y el agua, implementados en todas las instalaciones. Esta política ha generado retornos económicos a la compañía.

Tradicionalmente el mercado objetivo de clientes de PRONACA lo han conformado los segmentos económicos alto y medio. Desde el 2008 se enfocan en desarrollar productos para los sectores con menos recursos, manteniendo la calidad pero en presentaciones más pequeñas accesibles en precio.

Las inversiones más importantes para PRONACA son activos fijos, semovientes y tecnología y medios. En los últimos cuatro periodos, incluyendo el 2009, el promedio de inversiones anuales ha estado alrededor de USD 31 MM.

Los accionistas de PRONACA crean empresas independientes que complementan el giro del negocio de la cabeza del grupo. Con estas empresas PRONACA mantiene relaciones comerciales pero también de financiamiento corriente y de largo plazo.

A parte de la función productiva y económica, PRONACA impulsa proyectos propios educacionales y apoya a otros programas de ayuda social.

Finalmente por el volumen de ventas, tamaño de la compañía, ganancias, número de empleados, manejo ambiental, profundidad e impacto positivo en redes sociales y económicas, PRONACA está considerada entre las 25 compañías más representativas del país.

**ESTRUCTURA DEL GRUPO**

Inversiones en Empresas	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Mardex	50	Pescado	Ecuador	Exportación 75%, local 25%.
TC Tesalia Corporation	100	Carnes listas	Colombia	Local
Colombia - Bogotá	4.8	Carnes listas	Colombia	Local
Inaexpo Brasil (Infold)		Palmito	Brasil	Local
Produastro	53.54	Hidroeléctrica	Ecuador	Propia y terceros
Pronaca Europa		Oficina Comercial	España	Busqueda mercados europeos Comercialización palmito y alcachofa en el exterior
Inaexpo Costa Rica		Oficina Comercial	Costa Rica	Otorgar crédito a proveedores Integrados.
Fideic. Agro	77.49	Fondo Financiero	Ecuador	

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA es cabeza del grupo económico del mismo nombre, que está conformado por las compañías que muestra el cuadro. La vinculación con éstas es por acciones y por administración, con excepción de Mardex e Inaexpo Brasil en las cuales son por acciones únicamente.

A la fecha de análisis las inversiones en acciones de empresas subsidiarias (sin considerar el Fideicomiso Agro Inversiones y otras inversiones no relacionadas a la operación de PRONACA), más cuentas por cobrar financieras a éstas y a compañías relacionadas suman USD 35 MM y son el 9% del balance de PRONACA. Adicionalmente han entregado garantía por operaciones de estas compañías en un monto de USD 9,1 MM que representa el 2.34% del balance de la cabeza del grupo.

La inversión en el Fideicomiso Agro tiene como fin el financiamiento a los agricultores integrados, pequeños y medianos, que no acceden al sistema bancario. La inversión en Produastro tiene como fin mejorar el costo de operación de PRONACA. Las demás inversiones se realizaron para expandir el negocio de la compañía fuera y dentro de Ecuador.

A la fecha de este informe se encuentra en desarrollo una política para la administración de cuentas por cobrar a relacionadas. La Calificadora considera importante las definiciones que se puedan dar en ésta, fundamentalmente en el plazo y forma de recuperación que se establezca a los flujos y garantías entregadas tanto a relacionadas como a subsidiarias, a fin de no menoscabar la capacidad de pago de la cabeza del Grupo.

Inaexpo Brasil propietaria del 50% de Inaceres, joint venture en Brasil, se dedica a la producción y comercialización de palmito en ese país. Esta inversión inició en el año 2006; los resultados continúan negativos pero descendientes. La proyección para el 2010 es ampliar la producción a través de la inversión en una nueva finca.

Produastro es una inversión iniciada en el año 2005. Corresponde a un proyecto hidroeléctrico que requiere una inversión no menor a USD 50 MM. La compañía ha decidido postergar el avance de la construcción y buscar nuevos socios. La expectativa de que esto ocurra es de mediano plazo.

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 posiblemente llegue a punto de equilibrio en este 2009. La administración tratará

de elevar la utilización de la fábrica hasta 92% en el año 2010, mediante la ampliación en ventas locales a cadenas de comida rápida y exportaciones hacia Ecuador.

Mardex es un joint venture que se localiza en Ecuador y su actividad es la pesca blanca y de mariscos, de lo cual se exporta el 75%, principalmente a EEUU. Para agosto 2008 el patrimonio se contrajo en 22% por resultados acumulados negativos, debido al castigo de activos e incremento de pasivos. Sin embargo, los estados auditados por Deloitte del 2008 no contienen salvedades. PRONACA espera que en el 2009 esta compañía arroje utilidades. Para el 2009 planifican mejorar los ingresos con mayores ventas a PRONACA, así como con ampliación de ventas locales y la apertura de nuevos mercados en el exterior.

Las oficinas comerciales en España y Costa Rica se encargan de realizar investigación de mercado y contactos comerciales para las diferentes líneas del grupo y para empresas relacionadas por accionistas.

Desde el 2003 la política ha sido de fusionar a PRONACA a empresas proveedoras relacionadas por sus accionistas para ampliar y diversificar los ingresos de la compañía, al tiempo que han contribuido en ahorros de costos de materia prima. Fortaleciendo de ésta forma el patrimonio que respalda todas las operaciones. En el caso de ENACA, exportadora de camarón, no tuvieron el éxito esperado; el requerimiento de liquidez de ésta compañía se está repagando con escudos tributarios y la venta de activos.

Inaexpo Ecuador (1992) es una compañía local, relacionada por accionistas, en la cual PRONACA tiene la dirección. Se dedica a la producción y exportación de palmito y alcachofa. Ocasionalmente PRONACA les financia capital de trabajo. A la fecha PRONACA es garante de pasivos que Inaexpo ha logrado en el sistema financiero, gracias a que su generación operativa es positiva desde el 2007. Los resultados del 2009 serán inferiores por afectación de la crisis financiera a los mercados objetivos. El futuro es crecer en exportación de alcachofa y consolidar los nichos de mercado de palmito en EEUU, Europa y América del Sur.

De acuerdo a la proyección de la compañía para los dos próximos años, no existirían nuevas fusiones o nuevas inversiones en empresas, pero como se describiera en esta sección las diferentes empresas podrían demandar financiamiento de capital de trabajo, que de acuerdo a los Representantes de la compañía sería temporal.

■ **GOBIERNO CORPORATIVO**

**ADMINISTRACIÓN**

El actual directorio de PRONACA, se encuentra en vigencia desde el 2009 y permanecerá hasta fin del periodo 2012. Este cuerpo lo conforma la segunda y tercera generación de las familias pioneras del negocio hace 50 años. Tres Directores son externos. El Directorio tiene, además, un Comité de Auditoría.



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 tercera generación, en los negocios originales.

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

Las decisiones tomadas por los accionistas en los últimos años han estado encaminadas a la diversificación de las actividades de la compañía madre que es PRONACA, no obstante los resultados demuestran que su fuerte es el mercado local y en mercados internacionales están reconociendo actividades y plazas.

### ACCIONISTAS Y SOPORTE

ACCIONISTAS	PARTICIPACIÓN
Keypoint Investment Limited (Bahamas)	38.17%
Kardamin (Panamá)	40.92%
Danpark (Bahamas)	9.43%
Posten Limited (Islas Virgenes)	1.91%
Personas naturales con participación menor a 2.7%	9.57%
<b>TOTAL (miles USD) Sep-09</b>	<b>213.768 M</b>

Fuente: Pronaca  
Elaboración: BWR

Por su composición el patrimonio de la empresa se conserva de buena calidad ya que se sustenta en un 95% en Capital Primario (Capital Social y Reserva Legal).

La estructura accionarial se mantiene concentrada en dos grupos familiares ecuatorianos que van abriendo su participación hacia nuevas generaciones. A la fecha de análisis la participación de terceros representa el 1.04%.

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.

En los periodos 2007 y 2008, el patrimonio presentó desaceleración en su crecimiento (2008, 4.14%; 2007, 3.83%; 2006, 15.6%), afectado por la drástica contracción de los resultados de la operación y la incorporación de resultados acumulados negativos por la fusión de Enaca en el 2008.

La administración proyecta seguir fortaleciendo el patrimonio con los resultados de PRONACA. La tendencia de los resultados del 2009 es positiva respecto al 2008, aunque aún inferior a años anteriores, por lo que planifican en sus proyecciones no distribuir dividendos del 2009. La

intención para el 2010 y 2011, sería la misma de no repartir dividendos.

Es importante mencionar que el pago de dividendos en esta compañía está limitado al 30% de los resultados del periodo, como resguardo de una obligación internacional cuya extinción es en el 2012. Este amparo limita a los accionistas y resguarda la solvencia patrimonial de la compañía.

De otro lado, en el periodo de análisis el patrimonio incorporó la revalorización de una parte de los activos fijos, sustentados en la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera, a la cual las compañías ecuatorianas deberán registrarse desde el periodo 2010.

### ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

En el 2007 la compañía implementó 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 creció horizontal y verticalmente.

Cada uno de los departamentos y negocios se guía con una planificación estratégica a largo plazo, con objetivos anuales. El Comité Ejecutivo, integrado por los más altos directivos de la empresa, revisa periódicamente el avance de los planes y el cumplimiento de las metas.

A septiembre el número de colaboradores asciende a 6.655 (6.845 en el 2008, 5.356 en 2007 y 4.529 en 2006). La compañía no tiene comité de empresa ni ha experimentado problemas laborales.

### PARTICIPACIÓN DE MERCADO\*

Actualizado a Feb-09

LÍNEA	2006	2007	2008	2012**
	Part.	Part.	Part.	Part.
Pollo (Mr. Pollo)	31.8%	28.6%	30.0%	35%
Cerdo (Mr. Chancho)	19.6%	21%	17.4%	27%
Embutidos Pronaca **	8.2%	6.9%	7.4%	26%
Embutidos Ecuadasa **	13.0%	12.7%	10.9%	26%
Mayonesa (Gustadina)	13.4%	13.0%	13.2%	
Salsa de Tomate (Gustadina)	10.8%	11.1%	11.6%	
Mermeladas (Gustadina)	23.0%	27%	29.2%	
Arroz (Gustadina y Rendidor)	6.1%	8.0%	6.8%	10%
Huevos (Indaves)	9.6%	8.9%	8.1%	8%
Alimento Balanceado (aves)	44%	44%	44%	
Alimento Balanceado (mascotas)	55.6%	52.5%	52.7%	
Alimento Balanceado (ganado)	53%	64%	64%	
Alimento Balanceado (cerdos)	52%	46%	46%	
Alimento Balanceado (caballos)	27%	41%	41%	

Pollos BB INCA	26%	26%	26%	
----------------	-----	-----	-----	--

\* No hay datos públicos, la información que muestra el cuadro responde a investigación de mercado que la Compañía maneja.  
 \*\* Incluye pescado y embutidos. Desaparecerá la denominación Ecuadasa, pero la participación del 2012 sumará la participación de ambas.

Fuente: Pronaca  
 Elaboración: BWR

El 41.36% de los ingresos de la compañía provienen de la línea de aves. El mercado de aves en pie y troceada se encuentra en etapa de madurez. Esta línea tiene una sensibilidad moderada a la variación del precio y la capacidad adquisitiva de los consumidores.

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 espera menor competencia de productos importados especialmente en las líneas de alimentos balanceados y conservas, durante el 2010, por el incremento de aranceles de importación que decretara el gobierno a inicio de este año.

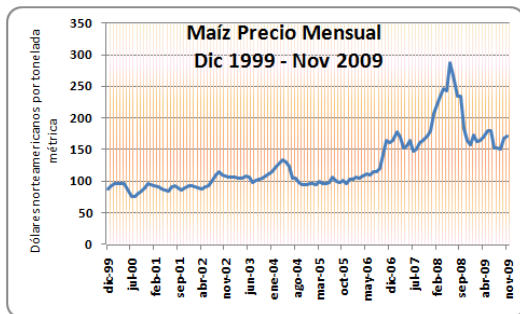
PRONACA considera como sus fortalezas para enfrentar las condiciones de mercado, contar con una amplia red comercial, reconocimiento de sus marcas y la capacidad para realizar campañas de recuperación de mercado.

Estratégicamente en el corto plazo buscarán consolidar productos de generación confiable: aves, embutidos 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.

Impulsarán las ventas de carne de cerdo, pescado, alimento balanceado mascotas y conservas, por tener representaciones de mercado interesantes y manejar márgenes mayores a las otras líneas.

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.

**MATERIAS PRIMAS**



Fuente: FMI en [www.indexmundi.com](http://www.indexmundi.com)

Elaboración: BWR

Las principales materias primas que requiere PRONACA son agrícolas comerciales o commodities como el maíz en grano (60%), soya en pasta y grano (28%) y arroz; también requieren de aflechillo de trigo, vitaminas, entre otras.

Representan el 63.3% del costo de ventas; de este el 42% son insumos importados y el restante 58% son locales. El 92% de la soya y el 22% del maíz se importan, en tanto, el arroz es 100% de producción local.

La adquisición de las materias primas responde a los ciclos de producción local e internacional. El maíz y el arroz tienen dos periodos de siembra y cosecha durante el año que varían entre 3 a 5 meses. El arroz se adquiere exclusivamente en el país; el stock mínimo requerido es de una cosecha; el 50% de sus requerimientos es abastecido por sus integrados de arroz. En el caso del maíz, la proporción de producción local e internacional es 78 / 22 (en el 2007 fue 55 / 45). El stock mínimo también es de una cosecha, aunque por temas de precios ampliaron su requerimiento desde el 2007 y en el 2008 por el aumento en la producción de la línea de alimentos balanceados.

Los mercados esperan en el corto plazo que los precios de materias agrícolas no regresen a lo sucedido entre 2007 y 2008, pero tampoco volverían a los precios del 2005.

La estrategia de PRONACA para mitigar la sensibilidad al costo de los insumos ha sido y será ampliar el número de productores locales integrados. También han adoptado nuevos productos que ofrecen nutrientes equivalentes a lo que provee la soya.

Además están implementando políticas y un comité de riesgos para la administración de derivados de coberturas en las compras de materias primas internacionales.

**DISTRIBUCIÓN Y RED COMERCIAL**

PRONACA cuenta con 10 centros de distribución propios, desde dónde se abastecen camiones tercerizados para la entrega de los productos en todo el país tanto a clientes directos como a distribuidores integrados.

Los distribuidores (48 a la fecha), se encargan a su vez de llegar a un número importante de tiendas dentro de su zona geográfica.

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**

Operan en instalaciones y con tecnología moderna, lo cual les otorga la posibilidad de adaptar sus productos a las necesidades de sus mercados. Las inversiones futuras están encaminadas a ampliar la capacidad de producción y mejora en sus procesos.

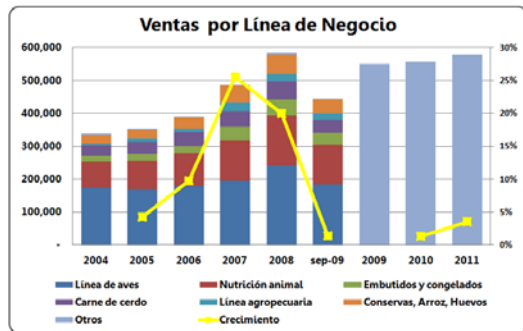


En temas relacionados con medio ambiente y seguridad industrial, PRONACA y sus compañías relacionadas cumplen la normativa local e internacional.

**DESEMPEÑO FINANCIERO**

Lo realizado hasta septiembre evidencia una positiva recuperación del ROA y ROE neto, frente a los peores años de la compañía, el 2007 y 2008, cuando el margen bruto se contrajo a niveles no observados históricamente debido fundamentalmente a la dependencia que tiene éste de materias primas agrícolas comerciales.

El resultado final en este año concluirá con crecimiento, aunque no en lo proyectado por la compañía, debido a que todavía manejan un peso del costo de ventas sobre ventas alto de 80.1%.



Las ventas de PRONACA de sep-09 ascendieron a USD 443,8 MM, representan el 76% de los resultados del 2008. De acuerdo a la estacionalidad de los ingresos el último trimestre del año es representativo, por lo que se espera que los ingresos de fin de año crezcan en cerca de 2% al ejercicio precedente.

Comportamiento contrario al proyectado por la compañía a inicio de este ejercicio, cuando esperaban una disminución de 5.8% para el 2009. Para los siguientes dos años planifican ampliar los ingresos en 1.3% y 3.5% anual, en ese orden.

La expectativa negativa de la compañía en los ingresos proyectados del 2009 se debió a la posible afectación a la línea de cerdo por el evento de la gripe porcina, mayor competencia en algunas líneas consideradas de diversificación, y un aumento de los precios sustancialmente menor a lo sucedido en el 2008, cuando incrementaron los precios en 24% para absorber el aumento en el costo de las materias primas.

Hasta septiembre 2009 el incremento promedio de precios ha sido de 5.7%. En tanto el volumen de producción asciende a 77% de la producción del 2008. Si bien sí hay disminución en líneas de diversificación, crecen en la línea tradicional de aves con la estrategia de aves en pie, lo propio sucede en embutidos - congelados y conservas, impulsado principalmente por la incorporación de productos de su subsidiaria (pescado) y protección arancelaria.

El Margen Bruto se recupera levemente entre dic08 y sep09, de 19.5% a 19.8%, gracias al margen de acción que deja el descenso del precio de las materias primas y de su transportación en el caso de las importadas. Siendo expectativa de la compañía que mejore este margen en los dos próximos años hasta 24%, basados en la disminución del precio de las materias primas. También porque esperan administrar de mejor forma las futuras fluctuaciones de precios a través del manejo de instrumentos financieros (derivados).

La referencia histórica del Margen Bruto de la compañía entre los años 2004 y 2007, cuando se alcanzó un promedio de 24%, muestran que los precios de las materias primas deberían regresar a los niveles de los años 2004-2006. Mas el mercado proyecta que en el corto plazo eso no sucedería.

El peso del gasto administrativo y de comercialización sobre ventas se ha mantenido cerca al 14%, lo cual es aceptable comparativamente a otras empresas del área comercial y alimenticia en el país. No habrá expansión de esta estructura en el 2009 en consideración al comportamiento del margen bruto, y en razón que no existirán nuevos proyectos administrativos y comerciales, o incorporación de nuevos productos.

Igual control mantendrán en los años 2010 y 2011, con incrementos de 1.7% y 5.7%, correspondientemente.

Lo realizado en la estructura operativa junto con la mejora del margen bruto mantiene al EBITDA operativo en los niveles del balance interino de agosto 2008 (10%); para fin de año se ubicarían entre 9% y 10%, bastante por debajo del 14% promedio entre 2004 y 2007.

Se debe mencionar que en este periodo registran una pérdida que representa el 0.6% de los ingresos, resultante principalmente de un ajuste en el inventario de arroz, seguido con menos peso por gastos no deducibles, impuesto a la salida de capitales y otros egresos menores.

No hay registro histórico de ingresos no operacionales que provengan del valor proporcional patrimonial de las acciones que PRONACA tiene en las empresas subsidiarias, al contrario lo que ha existido son egresos por ese concepto; en unas ocasiones representaron flujo y en otras no. Las razones fueron expuestas en apartado de Grupo Económico. Recién desde este año PRONACA compra a Mardex parte de su producción.

La participación relativa del gasto financiero ha crecido especialmente en los dos últimos periodos por el aumento de pasivos con costo. Para el 2009 hay una pequeña disminución en la representación del gasto financiero en razón de que han cancelado deuda, además refinanciado parte del pasivo a menores tasas. Comparado con el EBITDA representan el 18.34%, lo que significa que



cuentan con una cobertura adecuada de 5.45 veces.

A septiembre la utilidad neta de impuestos y participación a empleados suma USD 18,1 MM, es superior en 1.5% el resultado final de diciembre 2008 y significa el 62% de la proyección para este ejercicio (USD 29,4 MM).

Consideramos que con el manejo comercial descrito y el volumen de materia prima sostenido, el resultado alcanzará alrededor del 81% de la proyección de este año. Lo cual significaría una recuperación del 28% de las utilidades del 2008.

La proyección de resultados para 2010 y 2011 es de USD 32 MM y USD 31 MM, en ese orden. La Calificadora considera que la gestión comercial y el control de la estructura de gastos operativos son importantes para aliviar posibles cambios con relación al precio y producción de materias primas debido a temas climatológicos.

La recuperación del ROA a los niveles históricos sigue siendo de mediano plazo. A septiembre 09 el ROA neto se ubica en 6.1%, fue 6.8% en ago-08, 4.6% en dic-08 y 4.9% en dic-07. Antes de estos periodos manejó ROA promedio de 12%.

#### ESTRUCTURA DEL BALANCE

El balance auditado e interino de PRONACA 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.

En el balance de sep-09 la Calificadora ha sensibilizado el activo corriente pasando al largo plazo cuentas por cobrar a relacionadas a PRONACA, debido a que la recuperación no se ha logrado en el corto plazo como se estimaba.

A la fecha de análisis el monto de activos de la compañía asciende a USD 389 MM y está distribuido 50% en el corto plazo y 50% activos de largo plazo, conformado de la siguiente manera: Inventarios 31%, Cuentas Comerciales 8%, Bancos e Inversiones 8%, Gastos anticipados 2%, Activo Fijo 31%, Inversiones en empresas 6%, Intangibles y diferidos 6%, Cuentas de largo plazo con subsidiarias y relacionadas 4%, Otros activos 2%.

El balance se redujo en 3% en este periodo debido a la disminución de activos corrientes. Se maneja menos inventario consistente como una estrategia de liquidez, de otro lado, hay una mejora en la recuperación de cuentas por cobrar.

De su parte el activo no corriente toma mayor representatividad en los tres trimestres de este año, de 42% a 50%, por el traspaso de las cuentas

con relacionadas y debido a la revalorización de una parte del activo fijo (terrenos), siguiendo la aplicación de la NIIF.

Los rubros más importantes del activo corriente (bancos e inversiones, cuentas comerciales e inventarios), 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 es básicamente de cartera local, de corto plazo, con alta diversificación y un indicador de morosidad de 5%. La rotación promedio de los últimos cuatro años ha sido de 34 días. En este periodo intensificaron la gestión de recuperación logrando disminuir el plazo del activo a 22 días.

Inventarios es el activo que mayor demanda de flujo ha tenido en los últimos periodos, como resultado del incremento del precio y producción. A la fecha manejan 92 días de inventario, que está dentro del promedio de los cuatro años anteriores (99 días). Está conformado por materias primas y materiales 45%, productos en proceso 22%, productos terminados 29%, inventarios en tránsito 3%, y repuestos y otros 1%.

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 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 7%. Por lo que la compañía mantiene una póliza que cubre parte del capital invertido como productos en proceso hasta el inventario reportado mensualmente.

Los Activos fijos están compuestos por granjas avícolas y porcinas, plantas de procesamiento, edificios, vehículos. Estos activos cuentan con una póliza de seguros contra todo riesgo industrial y lucro cesante con Seguros Ace, vencimiento diciembre 2009.

#### ENDEUDAMIENTO

Si bien el ciclo de operación de PRONACA es de corto plazo, el mantenimiento de la operación requiere de inversiones de largo plazo. Las



inversiones en empresas relacionadas y propias también son de largo plazo. Históricamente las inversiones de largo plazo fueron financiadas principalmente con el patrimonio de la compañía, sin embargo, tras la contracción de la generación operativa en el 2007 por el incremento de las materias primas y un sobre abastecimiento como medida para mitigar la volatilidad de los precios, el patrimonio no se amplió en la misma proporción, generando un descalce en el balance que fue cubierto con obligaciones financieras.

A la fecha de este estudio 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. Recupera participación en este ejercicio a 55% de 46% en dic-08, porque es menor el requerimiento de proveedores y se ha cancelado obligaciones financieras. También por el fortalecimiento del patrimonio con los resultados del ejercicio y revalorización de una parte de activos hijos.

Con esto la relación de apalancamiento (pasivos más contingentes / patrimonio tangible) regresa a los niveles manejados entre 2004 y 2006, de 1.37 veces.

Los pasivos con organismos multilaterales e instituciones financieras constituyen el 29.32% del pasivo más patrimonio y el 65% del pasivo. Comparado con el 2007 la composición de esta deuda ha mejorado en plazo gracias a una titularización de flujos futuros colocado en el mercado de valores local (vencimientos 2011 y 2013), financiamiento de la Corporación Andina de Fomento (obligación hasta 2015) y de la Corporación Financiera Internacional IFC (institución afiliada al Banco Mundial; pago capital desde 2014 hasta 2016). Ahora el 53% son obligaciones de largo plazo y la diferencia de corto plazo.

En este periodo las obligaciones financieras se han reducido a USD 114,1 MM de USD 139,8 MM en dic-08. Lo cual mejora la relación Deuda Financiera más Contingentes / EBITDA de 2.81 veces en 2008 a 2.01 en sep-09, aunque sin llegar al promedio manejado de 1.4 veces entre 2004 y 2006.

La intención de la Administración es seguir aminorando los pasivos financieros en los siguientes dos años hasta USD 89,3 MM y nuevo financiamiento de largo plazo que reemplace a lo que se ha amortizado. Al tiempo que planifican recuperar los porcentajes de crecimiento del patrimonio a través de mayores utilidades.

La nueva operación de papel comercial será parte de la deuda corriente y vendría a reemplazar a deuda bancaria cancelada en este ejercicio. Con ésta la relación de endeudamiento a diciembre 09 aumentaría a 1.55<sup>1</sup> veces.

<sup>1</sup> La relación de endeudamiento considera al patrimonio tangible deducido activos diferidos y otros que muestran dificultad de recuperación.

Las proyecciones de la compañía para los dos siguientes años muestran reducción de esta razón.

#### **LIQUIDEZ**

La cobertura del Flujo de Caja Operativo (CFO) a la Deuda Financiera de Corto plazo sigue mejorando fundamentalmente por la recuperación del EBITDA y debido a la gestión de eficientar el capital de trabajo (cuentas por cobrar e inventarios). A sep09 el (CFO) representa el 85% de la Deuda Financiera de Corto Plazo, a dic08 fue el 51%, -7% en dic07, y 99% en dic06. Bajo esta tendencia y considerando no nuevos deterioros en el margen bruto, prevemos que la recuperación seguirá.

Lo anterior sumado al no registro de pago de dividendos y debido a que se realiza el 63% de las inversiones operativas para PRONACA, subsidiarias y relacionadas, el Flujo de Caja Libre de la compañía cubre a septiembre 09, el 84% de la porción corriente de Deuda a Largo Plazo, y requeriría renovar el 65% de la deuda de corto plazo incluida la porción corriente.

La Calificadora considera que hasta fin de año se realizarán el 37% de las inversiones pendientes, pero habría también ampliación en el EBITDA, considerando que 30% de los ingresos se consiguen en el último trimestre del año, aumentando la disponibilidad del Flujo de Caja Libre. No obstante, la deuda de Corto Plazo que incorpora la obligación de Papel Comercial, requerirá de renovación entre un 50% y 55%.

Consideramos que la renovación de la deuda de corto plazo es posible por la representación de la compañía en el país, la estrategia de reestructuración de pasivos, y la recuperación del flujo operativo mediante un adecuado desarrollo en ventas y control de la estructura de gastos operativos.

Conforme a las proyecciones de bajar deuda y considerando el no pago de dividendos, el requerimiento de renovación de la deuda de corto plazo, sería similar al 2009 en el 2010, y menor en el 2011.

#### **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA**

La garantía de la emisión es de carácter general. Los activos libres para constituirse en garantía, de acuerdo a la regulación vigente corresponden a los activos totales de PRONACA, excluidos los activos diferidos y los activos pignorados. A Sep-09 la estructura de la garantía general, es la siguiente:



EMPRESA PRONACA C.A.	Activo Pignorado sep-09	Activo Pignorado 30/09/09	Activo Disponible	Activo Diferido	Activo Libre
<b>Miles USD</b>					
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>194,083</b>	<b>35,421</b>	<b>158,662</b>	<b>-</b>	<b>158,662</b>
Fondos Disponibles	12,559	12,559	12,559	-	12,559
Inversiones temporales	19,183	19,183	19,183	-	19,183
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	32,239	32,239	-	-	-
Inventarios Neto	121,891	3,182	118,509	-	118,509
Otras cuentas por cobrar	454	454	454	-	454
Gastos pagados por anticipado	7,957	7,957	-	-	7,957
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>195,116</b>	<b>46,054</b>	<b>149,062</b>	<b>18,288</b>	<b>130,774</b>
Propiedades	122,394	45,240	77,154	-	77,154
Activos para la venta	6,993	6,993	6,993	-	6,993
Inversiones en Acciones	22,695	22,695	22,695	-	22,695
Cuentas por Cobrar LP Accion/Relac.	16,181	16,181	16,181	-	16,181
Activos Diferidos	18,288	18,288	-	18,288	-
Otros Activos No Corrientes	8,565	814	7,751	-	7,751
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>389,199</b>	<b>81,475</b>	<b>307,724</b>	<b>18,288</b>	<b>289,436</b>
Papel Comercial					20,000
Títulos en Mercado Valores/ Garantía					6.91%
Garantía / Títulos en Mercado Valores					14.47

Los activos que representan la garantía general son de buena calidad considerando la cobertura, tipo de activos y liquidación de los mismos.

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Cuantitativamente la garantía cubre en 14.47 veces la obligación de Papel Comercial de USD 20 MM.

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

### RESGUARDO DE ENDEUDAMIENTO PARA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS

Conforme la Circular de Oferta Pública los resguardos de endeudamiento que tiene la operación de Papel Comercial de estudio son los siguientes:

- i) Mantener aquellos estándares de calidad a los cuales ha estado acostumbrada durante su actividad en el mercado.
- ii) La compañía se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora; y,
- iii) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo que establece el artículo 13, de la sección I, capítulo III, del subtítulo I, título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

De otro lado, PRONACA debe cumplir como Originador de una titularización de flujos futuros, el siguiente resguardo: La compañía se obligó a mantener, mientras la titularización de flujos futuros esté vigente, un indicador de endeudamiento igual o inferior a 1.35. Por desfases temporales en su capital de trabajo, el Originador podría incrementar el nivel de endeudamiento hasta un máximo de 1.49 por un período inferior a seis meses consecutivos.

Este indicador deberá calcularse de la siguiente forma: Índice de Endeudamiento = (Pasivo total + contingentes + deuda adquirida por leasing) / (Patrimonio - Activos diferidos - activos intangibles).

Se debe mencionar que la forma de cálculo de este indicador es menos estresada que el indicador de endeudamiento que la Calificadora utiliza en la metodología. Razón por la cual no es comparable con los indicadores que se encuentran al final del estudio.

El resguardo de la titularización, desde diciembre 08 cuando se colocara en el mercado de valores, hasta septiembre 09, ha sido conforme lo requerido (1.27 en sep-09 incluida el programa de papel comercial y 1.14 sin considerarlo).

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

PRONACA participa en el mercado de valores desde el año 2003. El programa de papel comercial propuesto, es la cuarta experiencia de la empresa en el mercado de valores. Las tres operaciones previas fueron colocadas en el mercado primario en los sectores privado e institucional, en plazos cortos como medianos. Al momento participa con una operación de mediano plazo que está siendo cancelada en tiempo forma; cumplieron de la misma manera con las dos primeras.

Las operaciones de PRONACA fueron colocadas en la totalidad de los montos aprobados, en las siguientes fechas:

- a) Nov-03, Emisión obligaciones generales, USD 10 MM, 1080 días.
- b) Jul-06, Papel Comercial, USD 10 MM, 720 días.
- c) Dic-08, Titularización Flujos Futuros, USD 35 MM, serie A 1080 días, serie B 1530 días.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

### PRONACA C.A.

	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	ago-08	sep-09
<b>RESULTADOS</b>						
Ventas	353,483	387,552	486,591	583,727	364,902	443,877
% crecimiento	4.4%	9.6%	25.6%	20.0%	12.5%	1.4%
Costo de Ventas	-266,058	-285,705	-383,379	-469,657	-290,122	-355,694
% crecimiento	3.0%	7.4%	34.2%	22.5%	13.5%	1.0%
<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	25%	26%	21%	20%	20%	20%
<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>53,051</b>	<b>62,209</b>	<b>49,200</b>	<b>52,990</b>	<b>37,428</b>	<b>46,085</b>
<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	15.0%	16.1%	10.1%	9.1%	10.3%	10.4%
<b>EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>53,051</b>	<b>62,209</b>	<b>49,200</b>	<b>52,990</b>	<b>37,428</b>	<b>46,085</b>
<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	15.0%	16.1%	10.1%	9.1%	10.3%	10.4%
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	19,779	18,589	12,427	14,435
<b>EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>36,489</b>	<b>43,972</b>	<b>29,421</b>	<b>34,401</b>	<b>25,001</b>	<b>31,650</b>
Gasto Financiero del período	(3,500)	(5,129)	(7,314)	(13,851)	(7,857)	(8,451)
Impuestos a la renta	(3,725)	(5,062)	(4,860)	(1,652)	(3,415)	(3,283)
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	5.8%	7.9%	7.4%	10.2%	8.4%	8.9%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>29,695</b>	<b>35,168</b>	<b>16,508</b>	<b>17,855</b>	<b>16,929</b>	<b>18,114</b>
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	21.6%	22.1%	9.5%	9.9%	13.8%	12.1%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12.2%	12.8%	4.9%	4.6%	6.5%	6.1%
<b>FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)</b>						
EBITDA OPERATIVO	53,051	62,209	49,200	52,990	37,428	46,085
(-) Gasto Financiero del período	-3,500	-5,129	-7,314	-13,851	-7,857	-8,451
(-) Impuesto a la renta del período	-3,725	-5,062	-4,860	-1,652	-3,415	-3,283
(-) 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>37,026</b>	<b>37,487</b>	<b>26,156</b>	<b>34,351</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-7,651	-10,298	-45,756	402	-20,216	-514
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>38,175</b>	<b>41,720</b>	<b>-8,730</b>	<b>37,889</b>	<b>5,940</b>	<b>33,837</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	1,380	1,835	5,580	1,411	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-2,879	-3,463	-14,021	-3,733	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas y devolución Aportes Futuras Capitalizaciones	-7,903	-9,000	-10,500	-3,318	-2,535	0
(-) Inversión en Acciones	-2,932	-10,960	-11,256	-4,047	-6,959	-3,896
(-) Inversión en Activos Intangibles	-3,197	-5,193	-5,192	-6,174	-4,002	-4,803
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-12,280	-12,811	-23,361	-23,202	-14,187	-11,311
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>8,984</b>	<b>1,673</b>	<b>-71,225</b>	<b>2,995</b>	<b>-20,332</b>	<b>13,827</b>
<b>CFO MARGIN (FFO/ventas) (%)</b>	<b>10.80%</b>	<b>10.77%</b>	<b>-1.79%</b>	<b>6.49%</b>	<b>1.63%</b>	<b>7.62%</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>49,200</b>	<b>52,990</b>	<b>37,428</b>	<b>46,085</b>
<b>BALANCE</b>						
Caja e Inversiones Corrientes	26,302	26,432	26,891	41,751	36,561	31,742
<b>Activos Totales</b>	<b>260,283</b>	<b>291,092</b>	<b>376,315</b>	<b>400,890</b>	<b>407,943</b>	<b>389,199</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	50,057	42,329	117,383	74,284	118,798	52,937
Pasivo Financiero Largo Plazo	15,505	22,291	15,618	65,562	28,633	61,200
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	65,562	64,620	133,001	139,846	147,431	114,137
<b>Pasivos con Proveedores</b>	<b>19,787</b>	<b>26,253</b>	<b>29,885</b>	<b>35,553</b>	<b>25,749</b>	<b>22,090</b>
<b>Otros Pasivos</b>	<b>27,647</b>	<b>29,885</b>	<b>36,579</b>	<b>41,296</b>	<b>44,281</b>	<b>39,297</b>
<b>Pasivos Totales</b>	<b>112,996</b>	<b>120,758</b>	<b>199,465</b>	<b>216,695</b>	<b>217,461</b>	<b>175,524</b>
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>147,378</b>	<b>170,424</b>	<b>176,961</b>	<b>184,291</b>	<b>190,573</b>	<b>213,770</b>
<b>PATRIMONIO TANGIBLE</b>	98,386	104,656	100,751	109,157	116,480	134,856
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	48,992	65,768	70,578	69,071	74,093	73,629
Capitalización ****	212,940	235,044	309,962	324,137	338,004	327,907
Contingentes	16,986	20,887	8,960	8,814	5,638	9,100
Pasivo fuera de balance (fideicomisos u otros)	0	0	0	0	0	0

(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.

PRONACA C.A.

	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	ago-08	sep-09
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.16	12.13	6.73	3.83	4.76	5.45
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.65	9.63	3.53	2.15	2.96	4.11
<b>(EBITDA - Inversiones) / Gasto Financiero del período (x)</b>	9.90	6.68	1.42	1.44	1.60	3.13
<b>EBITDAR / Cargos Fijos (intereses y cuota leasing del período)</b>	15.16	12.13	6.73	3.83	4.76	5.45
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.24	1.04	2.70	2.64	2.63	1.86
<b>Deuda Financiera Total + Contingentes/ EBITDA o EBITDAR(x) Anual</b>	1.56	1.37	2.89	2.81	2.73	2.01
<b>Deuda Financiera Neta (Descontado activos líquidos)/ EBITDA o EBITDAR (x) Anual</b>	74%	61%	216%	185%	197%	134%
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FFO (x)	1.43	1.24	3.59	3.73	3.76	2.49
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) + Contingentes / FFO (x)	1.80	1.64	3.83	3.97	3.90	2.69
(FCF) Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Total (ajustada al leasing si es el caso) (%)	14%	3%	-53%	2%	-21%	16%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	31%	27%	43%	43%	44%	35%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	7%	10%	1%	1%	1%	0.3%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	58%	54%	67%	65%	68%	65%
Pasivo Total ajustado leasing + Pasivos fuera balance y Contingente /Patrimonio Tangible	1.04	0.95	1.38	1.41	1.35	0.98
Pasivo Total ajustado leasing + Pasivos fuera Balance y Contingente/Patrimonio Tangible	1.32	1.35	2.07	2.07	1.92	1.37
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	0.67	0.62	1.32	1.28	1.27	0.85

<b>LIQUIDEZ</b>						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	76.4%	65.5%	88.3%	53.1%	80.6%	46.4%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	52.5%	62.4%	22.9%	56.2%	30.8%	60.0%
<b>FFO/intereses del período (FFO/interest cover)</b>	1409%	1114%	606%	371%	433%	506%
<b>FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)</b>	1409%	1114%	606%	371%	433%	506%
<b>CFO/intereses del período (CFO/interest cover)</b>	1091%	813%	-119%	274%	76%	400%
<b>CFO/cargos fijos</b>	1091%	813%	-119%	274%	76%	400%
<b>FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	0.92	1.23	0.32	0.50	0.33	0.87
<b>CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	0.76	0.99	-0.07	0.51	0.08	0.85
<b>FFO/Porción Corriente LP (x) Anual</b>	5.07	3.42	1.99	2.60	4.15	2.07
<b>CFO/Porción Corriente LP (x) Anual</b>	4.22	2.74	-0.47	2.63	0.94	2.04
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período (x) anual	1.06	1.47	0.42	0.71	0.47	1.16
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período+gasto financiero período (x) anual	0.99	1.31	0.39	0.60	0.43	0.96
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x) Anual	4.23	3.06	1.90	1.88	2.64	1.84
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.18	0.04	-0.61	0.04	-0.26	0.35
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.99	0.11	-3.82	0.21	-3.22	0.84

<b>OTROS INDICES</b>						
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	42,234	58,641	34,638	99,635	59,136	100,063
Liquidez Acida (x)	0.70	0.86	0.46	0.79	0.50	0.77
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.66	0.76	0.43	0.66	0.47	0.68
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.13	1.20	1.02	1.07	1.07	1.11
Patrimonio / Activo Total (x)	0.57	0.59	0.47	0.46	0.47	0.55
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	11	9	10	12	11	17
Días de cuentas por cobrar	32	38	36	30	31	22
Rotación de inventarios (x)	4	4	3	4	3	4
Días de inventarios	91	89	118	97	120	92
Rotación de cuentas por pagar (x)	13	11	13	13	17	21
Días de cuentas por pagar	27	33	28	27	21	17
Rotación de cuentas por pagar (x)	13	11	8	13	10	21
Días de cuentas por pagar	27	33	47	27	38	17
Rotación Capital de Trabajo	6	5	11	5	7	5
Días de Capital de Trabajo	57	74	33	76	49	76
Días de Ciclo de Operación	-39	-20	-93	-23	-82	-21

<b>Vencimientos Deuda Financiera</b>						
Año	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	ago-08	sep-09
Vencimientos Porción Corriente	9,046	15,228	108,281	14,397	9,463	22,075
Vencimientos Corto Plazo	41,011	27,101	9,102	59,887	109,335	30,862
Vencimientos Largo Plazo	15,505	22,291	15,618	65,562	28,633	61,200
<b>Total</b>	<b>65,562</b>	<b>64,620</b>	<b>133,001</b>	<b>139,846</b>	<b>147,431</b>	<b>114,137</b>

(x) Índice expresado en número de veces