



Ecuador
Papel Comercial

Procesadora Nacional de
Alimentos C.A. PRONACA

Calificaciones

Tipo Instrumento	Monto Autoriz.	Monto Circul. Jul/10	Vcto.	Calificación	Última Rev.
Fideicomiso Titularización Flujos					
Serie A	USD \$ 15 MM	USD \$ 9.2 MM	dic-11	AAA	abr-10
Serie B	USD \$ 20 MM	USD \$ 16 MM	mar-13	AAA	abr-10
Papel Comercial	USD \$ 20 MM	USD \$ 20 MM	720 días	AA+	ene-10

Características del Papel Comercial

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

Contactos

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

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

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en el estado financiero auditado año 2009 y estado financiero interno e información adicional con corte a Mayo 2010, de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de "AA+" al programa de Papel Comercial que se analiza en este estudio.

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".

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 considera las fortalezas de la compañía y la habilidad para manejar entornos de menor crecimiento económico y competencia.

Entre sus fortalezas están el posicionamiento de la marca PRONACA y de la empresa en el mercado ecuatoriano.

La administración de PRONACA está conducida por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y de manejo ha sido adquirida dentro del Grupo, además está consolidada por la experiencia de los accionistas y directores externos.

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. Esperamos que la recuperación siga lenta tomando en consideración la expectativa de los mercados de que los precios de materias agrícolas se

FECHA COMITE: Julio / 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Mayo 2010

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.



estabilicen, pero no regresarían a los precios obtenidos en el 2005 y 2006.

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 26% del costo de ventas.

El endeudamiento de PRONACA es moderado (1.50 veces el patrimonio tangible) y se ha comportado dentro de las proyecciones. 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, tendría que ser renovada en un 65%. La Calificadora espera similar comportamiento para el siguiente año.

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 mayo 2010 muestra que este requerimiento se ha cumplido.

La obligación de Papel Comercial tiene garantía general constituida por activos libres de gravámenes que ofrecen una cobertura de 5.9 veces la deuda en el mercado de valores conformada por el programa de papel comercial de USD 20 MM y el saldo insoluto por USD 25,2 MM de una titularización de flujos futuros.

=====

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.
- Sistema de información gerencial en mejoramiento.

EVENTOS SUBSECUENTES.

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

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

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA, es una compañía del sector alimenticio dentro del campo agroindustrial que realiza actividades relacionadas con la avicultura, porcicultura, agricultura, ganadería y pesca, en todas las



etapas, esto es, producción, elaboración y comercialización.

PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, la primera empleadora del país, y la quinta en volumen en ventas a nivel nacional en el 2009.

Esta compañía 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 mayoría de las actividades productivas y comerciales se encuentra en el Ecuador, pero también mantienen actividades de producción y comercialización de palmito en Brasil, y de productos de valor agregado en Colombia. Asimismo, está presente en Costa Rica, a través de alianzas productivas y de comercialización de palmito.

El portafolio de productos está moderadamente diversificado. La mayoría de los mercados en los que se encuentran están en etapa de madurez. Todas las líneas tienen una sensibilidad moderada a la variación del precio, competencia y al comportamiento de las materias primas nacionales e internacionales. Esta condición es en parte mitigada por su condición de líderes en varias de las categorías.

El 100% de las ventas de PRONACA se realizan dentro del país. La compañía llega al consumidor minorista a través de una amplia 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.

La producción de PRONACA requiere principalmente de materias primas agrícolas como maíz, soya, aflechillo de trigo, palma, arroz; igualmente aves. A la fecha el monto de compra de proveedores importados es de 36% y 64% de proveedores nacionales. El 33% del porcentaje de proveedores locales se sustenta 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.

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.

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.

Las inversiones más importantes para PRONACA son activos fijos, tecnología, semovientes y

transporte. 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.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Inversiones en Empresas	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Mardex	50	Pescado	Ecuador	Exportación 75%, local 25%
TC Tesaia 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	100	Oficina Comercial	España	Busqueda mercados europeos
Inaexpo Ecuador	66	Palmito y alcachofa	Ecuador	Local y exterior
Inaexpo Costa Rica		Oficina Comercial	Costa Rica	Comercialización palmito y alcachofa en el exterior
Acuapespecies	100	Camaron	Ecuador	No activa
Florpaper		Camaron	Ecuador	No activa
Fideic. Agro	74.39	Fondo Financiero	Ecuador	Otorgar crédito a proveedores integrados.

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 y otras inversiones, más cuentas por cobrar con ellas, alcanzan el 12.4% del balance. Adicionalmente, PRONACA es garante de pasivos de estas compañías en un monto que representa el 2.21% del balance de la cabeza del grupo. Respecto del último análisis, con datos a septiembre 09, la representación de estas inversiones sigue aumentando, en ese momento fueron de 9% y 2.34%, respectivamente.

Las inversiones se realizaron para expandir el negocio de la compañía fuera y dentro de Ecuador, aunque no todas han tenido el éxito deseado, por lo que la dependencia de recursos con la matriz se ha alargado más allá de lo esperado.

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 llegó a punto de equilibrio en el 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 2010 esta compañía arroje utilidades. Mejorarían 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.

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.

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%
TOTAL (miles USD) May-10	225.322 M

Fuente: Pronaca
Elaboración: BWR

Por su composición el patrimonio de la empresa se conserva de buena calidad ya que se sustenta en

un 91% en Capital Primario (Capital Social y Reserva Legal).

La estructura accionarial se mantiene concentrada en dos grupos familiares ecuatorianos que van abriendo su participación a sus 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 no distribuyeron 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 regirse desde el periodo 2010.

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.

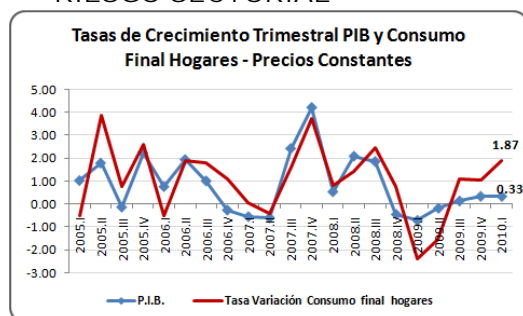
ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

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.

En diciembre 09 el número de colaboradores ascendió a 6.938 (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.

RIESGO SECTORIAL



Fuente: BCE. Precios constantes.
Elaboración: BWR

En los países en desarrollo como el Ecuador la demanda de la industria de alimentos está sustentada por el crecimiento económico, y tiende a ser estable a través de los ciclos económicos.

En el 2009, pese a la restricción económica y del consumo de los hogares, los ingresos de la compañía aumentaron en 5.49%, demostrando la habilidad que tiene la compañía para sortear estos eventos, gracias al buen posicionamiento que tienen varios de sus productos dentro del mercado.

A mayo 37% 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 en el 2009.

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.

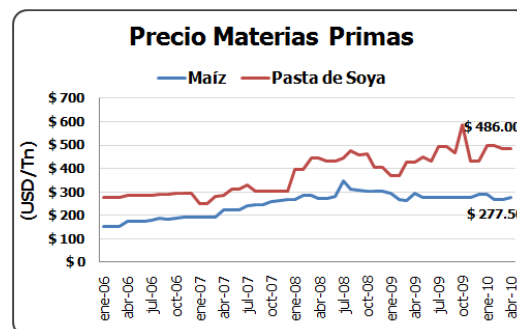
Estratégicamente en el corto plazo buscarán consolidar productos de generación confiable: aves, embutidos y palmito. Se centrarán en el segmento de ingresos bajos con nuevas presentaciones de productos y precio. Asimismo, recuperarían mercado en la línea de aves con venta de aves en pie.

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.

OPERACIONES

MATERIAS PRIMAS



Fuente: PRONACA (precios pagados por la compañía)
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 desde 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 11 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.

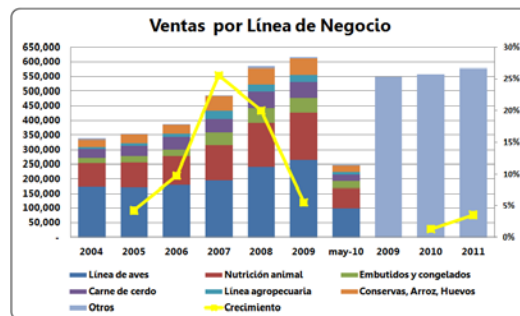
En temas relacionados con medio ambiente y seguridad industrial, PRONACA y sus compañías relacionadas cumplen la normativa local e internacional.

• **DESEMPEÑO FINANCIERO**

Este análisis se realiza con base en los estados financieros auditado e interino de PRONACA, que no se encuentra consolidado con sus empresas relacionadas por propiedad.

PRONACA mantiene una buena capacidad para generar ingresos, que permite recuperar la generación de flujos y el ROA y ROE neto.

Al igual que el 2009, el total de ventas del 2010 concluirá con un crecimiento por sobre lo proyectado, aunque el margen de ventas no terminaría en el porcentaje esperado, esto es cinco puntos porcentuales por sobre lo realizado en el 2008, debido a que todavía manejan un peso del costo de ventas sobre ventas alto de 80.2% en diciembre 09. La Calificadora lo considera difícil tomando en cuenta los pronósticos de expertos y por las condiciones climáticas a nivel global.



Las ventas de PRONACA a may-10 ascendieron a USD 246,6 MM, representan el 40% de los ingresos del 2009. De acuerdo a la estacionalidad de los ingresos el último trimestre del año es representativo, por lo que esperamos que los ingresos de fin de año crezcan por sobre el 2% al ejercicio precedente, y sigan por encima de las proyecciones de la compañía.

En este quimestre el Margen Bruto de Ventas se achica debido a que no se ha podido bajar el costo de las materias primas más allá de lo realizado en el 2009. De otro lado, aunque el porcentaje de ingresos realizado está adecuado al ciclo normal del negocio, se está vendiendo mayor cantidad en líneas con menos margen. La línea de aves y la de cerdo están pasando por una depresión en sus precios y decrecimiento en sus representaciones de ventas.

También pesa en el margen de ventas el resultado negativo que mantiene la línea de reses, de la cual todavía no han salido.

Entre dic08 y dic09, el margen de ventas de 19.5% a 19.8%, a mayo 2010 se ubica en 17.8%.

El peso del gasto administrativo y de comercialización sobre ventas aumentó en este periodo por sobre el comportamiento del margen de ventas, razón por la cual presiona al resultado operativo antes de provisiones que pasa de 7% a 5.2% en estos cinco meses. Se espera que con la recuperación en los ingresos y el control de la estructura operacional, tal como lo había planificado la empresa, este margen se recupere hasta fin de año.

La participación relativa del gasto financiero regresa a niveles históricos por han cancelado deuda, además refinanciado parte del pasivo a menores tasas. Comparado con el EBITDA



representan el 18.86%, lo que significa que cuentan con una cobertura adecuada de 5.5 veces.

La utilidad neta de impuestos y participación a empleados suma USD 6,8 MM, es el 29% del resultado final de diciembre 2009 y significa el 21% de la proyección para este ejercicio (USD 32,2 MM).

Consideramos que con el manejo comercial descrito y el costo de materia prima sostenido, el resultado alcanzará alrededor del 75% de la proyección de este año. Lo cual significaría una recuperación de 5% de las utilidades del 2009.

En el 2009 cumplió con el 79% de la utilidad neta proyectada, que significó un aumento de 29.57% respecto al 2008.

La recuperación del ROA a los niveles históricos sigue siendo de mediano plazo. A mayo 2010 el ROA neto se ubica en 3.9%, fue 5.7% en dic-09, 4.6% en dic-08 y 4.9% en dic-07. Antes de estos periodos manejó ROA promedio de 12%.

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. Recuperó participación en el 2009 y se mantiene hasta mayo, porque se ha cancelado obligaciones financieras y se está optimizando el requerimiento de proveedores. También por el fortalecimiento del patrimonio con los resultados del periodo.

Con esto la relación de apalancamiento (pasivos más contingentes / patrimonio tangible) se acerca a los niveles manejados entre 2004 y 2006 (1.4 veces), y es sustancialmente inferior a lo observado en el 2007 y 2008. En mayo es 1.50 veces.

Los pasivos con organismos multilaterales e instituciones financieras constituyen el 27% del pasivo más patrimonio y el 58% del pasivo. Comparado con el 2008 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 49% son obligaciones de largo plazo y la diferencia de corto plazo.

La operación de papel comercial es parte de la deuda corriente y reemplazó a deuda bancaria. Hasta mayo se colocó USD 15,9 MM, esto es un 8.27% del pasivo total. En junio se colocó el saldo de USD 4,1 MM.

Las proyecciones de la compañía para el 2010 y 2011 muestran reducción de la razón de endeudamiento, considerando que seguirán 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.

LIQUIDEZ

PROGRAMA PAPEL COMERCIAL JUNIO -2010

Plazo (días)	Vencimiento	Capital	Part.
30	jun-10	2,700,000	14%
90	ago-10	3,200,000	16%
150	oct-10	5,000,000	25%
210	dic-10	5,000,000	25%
359	jun-11	4,100,000	21%
		20,000,000	100%

La cobertura del Flujo de Caja Operativo (CFO) a la Deuda Financiera de Corto Plazo desmejoró fundamentalmente por la no recuperación del EBITDA y debido a que vuelve a demandar pasivos con proveedores de acuerdo al ciclo del negocio.

A mayo 2010 el (CFO) representa el 43% de la Deuda Financiera de Corto Plazo, a dic09 fue el 127%, 85% en sep-09, 0.66 en dic-08. Considerando el periodo interino de análisis, vemos posible que el indicador no se deteriore y más bien se ubique hasta fin de año en lo observado en septiembre 09.

Sin embargo de la recuperación, la compañía requerirá seguir renovando las obligaciones financieras al menos un 62%.

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.

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, los activos pignorados, y desde junio de este año, tampoco se considerarán los inventarios perecibles.



A May-10 la estructura de la garantía general, es la siguiente:

EMPRESA PRONACA C.A.	may-10	Activo Pignorado 31/05/10	Activo Disponible	Activo Diferido	Inventario Percibibles y Otros	Activo Libre
Miles USD						
Total Activo Corriente	209,317	35,296	174,021	-	-	54,281
Fondos Disponibles	26,768	-	26,768	-	-	26,768
Inversiones temporales	15,997	-	15,997	-	-	15,997
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	35,296	35,296	-	-	-	-
Inventarios Neto	119,740	-	119,740	-	119,740	-
Otras cuentas por cobrar	902	-	902	-	-	902
Gastos pagados por anticipado	10,614	-	10,614	-	-	10,614
Total Activo No Corriente	208,358	128,210	80,148	16,269	-	63,879
Propiedades	126,335	125,384	951	-	-	951
Activos para la venta	3,818	-	3,818	-	-	3,818
Inversiones en Acciones	49,626	-	49,626	-	-	49,626
Cuentas por Cobrar LP Accion./Relac.	2,604	-	2,604	-	-	2,604
Activos Diferidos	16,269	-	16,269	16,269	-	-
Otros Activos No Corrientes	9,706	2,826	6,880	-	-	6,880
ACTIVOS TOTALES	417,675	163,506	254,169	16,269	-	118,160
Papel Comercial	-	-	-	-	-	20,000
Titularización de Flujos Futuros	-	-	-	-	-	25,200
Títulos en Mercado Valores/ Garantía	-	-	-	-	-	38,25%
Garantía / Títulos en Mercado Valores	-	-	-	-	-	5.91

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Cuantitativamente la garantía cubre en 5.9 veces la obligación de Papel Comercial y la Titularización de Flujos Futuros.

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:

- Mantener aquellos estándares de calidad a los cuales ha estado acostumbrada durante su actividad en el mercado.
- La compañía se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora; y,
- 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 periodo 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).

El resguardo de la titularización, desde diciembre 08 cuando se colocara en el mercado de valores, hasta mayo 2010, se ha cumplido conforme lo requerido.

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.

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 que se analiza en este informe, es la cuarta experiencia de la empresa en el mercado de valores. Todas las operaciones han sido colocadas en el mercado primario en los sectores privado e institucional, en plazos cortos como medianos; su cumplimiento ha sido en tiempo y forma.

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

- Nov-03, Emisión obligaciones generales, USD 10 MM, 1080 días.
- Jul-06, Papel Comercial, USD 10 MM, 720 días.
- Dic-08, Titularización Flujos Futuros, USD 35 MM, serie A 1080 días, serie B 1530 días.
- May-10, Papel Comercial, USD 20 MM, 720 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	dic-09	may-10
RESULTADOS								
Ventas	353,483	387,552	486,591	583,727	364,902	443,877	615,779	246,663
% crecimiento	4.4%	9.6%	25.6%	20.0%	12.5%	1.4%	5.5%	-3.9%
Costo de Ventas	-266,058	-285,705	-383,379	-469,657	-290,122	-355,694	-493,788	-202,844
% crecimiento	3.0%	7.4%	34.2%	22.5%	13.5%	1.0%	5.1%	-1.4%
MARGEN BRUTO (%)	25%	26%	21%	20%	20%	20%	20%	18%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	53,051	62,209	49,200	52,990	37,428	46,085	60,660	19,331
MARGEN EBITDA (%)	15.0%	16.1%	10.1%	9.1%	10.3%	10.4%	9.9%	7.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	53,051	62,209	49,200	52,990	37,428	46,085	60,660	19,331
MARGEN EBITDAR (%)	15.0%	16.1%	10.1%	9.1%	10.3%	10.4%	9.9%	7.8%
Cuota leasing del periodo	0	0	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	18,882	9,221
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	36,489	43,972	29,421	34,401	25,001	31,650	41,778	10,110
Gasto Financiero del periodo	(3,500)	(5,129)	(7,314)	(13,851)	(7,857)	(8,451)	(10,950)	(3,646)
Impuestos a la renta	(3,725)	(5,062)	(4,860)	(1,652)	(3,415)	(3,283)	(3,763)	(1,018)
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	5.8%	7.9%	7.4%	10.2%	8.4%	8.9%	8.9%	8.1%
UTILIDAD NETA	29,695	35,168	16,508	17,855	16,929	18,114	23,135	6,816
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	21.6%	22.1%	9.5%	9.9%	13.8%	12.1%	11.5%	7.4%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12.2%	12.8%	4.9%	4.6%	6.5%	6.1%	5.7%	3.9%
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)								
EBITDA OPERATIVO	53,051	62,209	49,200	52,990	37,428	46,085	60,660	19,331
(-) Gasto Financiero del periodo	(-3,500)	(-5,129)	(-7,314)	(-13,851)	(-7,857)	(-8,451)	(-10,950)	(-3,646)
(-) Impuesto a la renta del periodo	(-3,725)	(-5,062)	(-4,860)	(-1,652)	(-3,415)	(-3,283)	(-3,763)	(-1,018)
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	45,826	52,018	37,026	37,487	26,156	34,351	45,947	14,667
(-) Variación Capital de Trabajo	(-7,651)	(-10,298)	(-45,756)	402	(-20,216)	(-514)	15,717	(-4,454)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	38,175	41,720	(-8,730)	37,889	5,940	33,837	61,664	10,213
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	1,380	1,835	5,580	1,411	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	(-2,879)	(-3,463)	(-14,021)	(-3,733)	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas y devolución Aportes Futuras Capitalizaciones	(-7,903)	(-9,000)	(-10,500)	(-3,318)	(-2,535)	0	0	0
(-) Inversión en Acciones	(-2,932)	(-10,960)	(-11,256)	(-4,047)	(-6,959)	(-3,896)	(-16,702)	(-1,735)
(-) Inversión en Activos Intangibles	(-3,197)	(-5,193)	(-5,192)	(-6,174)	(-4,002)	(-4,803)	(-5,811)	(-1,664)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(-12,280)	(-12,811)	(-23,361)	(-23,202)	(-14,187)	(-11,311)	(-20,706)	(-4,901)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	8,984	1,673	(-71,225)	2,995	(-20,332)	13,827	18,445	1,913
CFO MARGIN (FFO/ventas) (%)	10.80%	10.77%	(-1.79%)	6.49%	1.63%	7.62%	10.01%	4.14%
Cuota leasing del periodo (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	53,051	62,209	49,200	52,990	37,428	46,085	60,660	19,331
BALANCE								
Caja e Inversiones Corrientes	26,302	26,432	26,891	41,751	36,561	31,742	39,776	42,765
Activos Totales	260,283	291,092	376,315	400,890	407,943	389,199	416,658	417,675
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	50,057	42,329	117,383	74,284	118,798	52,937	48,597	57,085
Pasivo Financiero Largo Plazo	15,505	22,291	15,618	65,562	28,633	61,200	57,005	54,644
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	65,562	64,620	133,001	139,846	147,431	114,137	105,602	111,729
Pasivos con Proveedores	19,787	26,253	29,885	35,553	25,749	22,090	59,614	41,001
Otros Pasivos	27,647	29,885	36,579	41,296	44,281	39,297	32,937	39,623
Pasivos Totales	112,996	120,758	199,465	216,695	217,461	175,524	198,153	192,353
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	147,378	170,424	176,961	184,291	190,573	213,770	218,504	225,322
PATRIMONIO TANGIBLE	98,386	104,656	100,751	109,157	116,480	134,856	139,246	134,609
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	48,992	65,768	70,578	69,071	74,093	73,629	79,258	90,713
Capitalización ****	212,940	235,044	309,962	324,137	338,004	327,907	324,106	337,051
Contingentes	16,986	20,887	8,960	8,814	5,638	9,100	9,949	9,249
Pasivo fuera de balance (fideicomisos u otros)	0	0	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	dic-09	may-10
INDICADORES FINANCIEROS								
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.16	12.13	6.73	3.83	4.76	5.45	5.54	5.30
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.65	9.63	3.53	2.15	2.96	4.11	3.65	3.96
(EBITDA - Inversiones) / Gasto Financiero del período (x)	9.90	6.68	1.42	1.44	1.60	3.13	1.68	3.14
EBITDAR / Cargos Fijos (intereses y cuota leasing del período)	15.16	12.13	6.73	3.83	4.76	5.45	5.54	5.30
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.24	1.04	2.70	2.64	2.63	1.86	1.74	2.41
Deuda Financiera Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.56	1.37	2.89	2.81	2.73	2.01	1.90	2.61
Deuda Financiera Neta (Descontado activos líquidos)/ EBITDA o EBITDAR (x) Anual	74%	61%	216%	185%	197%	134%	109%	149%
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FFO (x)	1.43	1.24	3.59	3.73	3.76	2.49	2.30	3.17
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	2.51	3.44
(FCF) Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Total (ajustada al leasing si es el caso) (%)	14%	3%	-53%	2%	-21%	16%	17%	4%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	31%	27%	43%	43%	44%	35%	33%	33%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	7%	10%	1%	1%	1%	0.3%	1.1%	0.7%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	58%	54%	67%	65%	68%	65%	53%	58%
Pasivo Total ajustado leasing + Pasivos fuera Balance y Contingente/Patrimonio Tangible	1.32	1.35	2.07	2.07	1.92	1.37	1.49	1.50
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	0.67	0.62	1.32	1.28	1.27	0.85	0.76	0.83
LIQUIDEZ								
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	76.4%	65.5%	88.3%	53.1%	80.6%	46.4%	46.0%	51.1%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	52.5%	62.4%	22.9%	56.2%	30.8%	60.0%	81.8%	74.9%
FFO/intereses del período (FFO/interest cover)	1409%	1114%	606%	371%	433%	506%	520%	502%
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)	1409%	1114%	606%	371%	433%	506%	520%	502%
CFO/intereses del período (CFO/interest cover)	1091%	813%	-119%	274%	76%	400%	563%	280%
CFO/cargos fijos	1091%	813%	-119%	274%	76%	400%	563%	280%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.92	1.23	0.32	0.50	0.33	0.87	0.95	0.62
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.76	0.99	-0.07	0.51	0.08	0.85	1.27	0.43
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	5.07	3.42	1.99	2.60	4.15	2.07	2.03	1.90
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	4.22	2.74	-0.47	2.63	0.94	2.04	2.73	1.32
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período (x) anual	1.06	1.47	0.42	0.71	0.47	1.16	1.25	0.81
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	1.02	0.70
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x) Anual	4.23	3.06	1.90	1.88	2.64	1.84	1.81	1.70
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.18	0.04	-0.61	0.04	-0.26	0.35	0.38	0.08
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	0.82	0.25
OTROS INDICES								
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	42,234	58,641	34,638	99,635	59,136	100,063	93,874	91,125
Liquidez Ácida (x)	0.70	0.86	0.46	0.79	0.50	0.77	0.77	0.76
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.66	0.76	0.43	0.66	0.47	0.68	0.71	0.66
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.13	1.20	1.02	1.07	1.07	1.11	1.09	1.09
Patrimonio / Activo Total (x)	0.57	0.59	0.47	0.46	0.47	0.55	0.52	0.54
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	11	9	10	12	11	17	12	15
Días de cuentas por cobrar	32	38	36	30	31	22	29	24
Rotación de inventarios (x)	4	4	3	4	3	4	4	4
Días de inventarios	91	89	118	97	120	92	89	89
Rotación de cuentas por pagar (x)	13	11	13	13	17	21	8	12
Días de cuentas por pagar	27	33	28	27	21	17	43	30
Rotación de cuentas por pagar (x)	13	11	8	13	10	21	8	12
Días de cuentas por pagar	27	33	47	27	38	17	43	30
Rotación Capital de Trabajo	6	5	11	5	7	5	5	5
Días de Capital de Trabajo	57	74	33	76	49	76	68	67
Días de Ciclo de Operación	-39	-20	-93	-23	-82	-21	-7	-14
Vencimientos Deuda Financiera								
Año	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	ago-08	sep-09	dic-09	may-10
Vencimientos Porción Corriente	9,046	15,228	108,281	14,397	9,463	22,075	22,582	18,540
Vencimientos Corto Plazo	41,011	27,101	9,102	59,887	109,335	30,862	26,015	38,545
Vencimientos Largo Plazo	15,505	22,291	15,618	65,562	28,633	61,200	57,005	54,644
Total	65,562	64,620	133,001	139,846	147,431	114,137	105,602	111,729

(x) Índice expresado en número de veces