



Ecuador
Papel Comercial

Procesadora Nacional de
Alimentos C.A. PRONACA

Calificaciones

Tipo Instrumento	Monto Autoriz.	Monto Circul. Ago/10	Vcto.	Calificación	Última Rev.
Fideicomiso Titularización Flujos					
Serie A	USD \$ 15 MM	USD \$ 7.8 MM	dic-11	AAA	abr-10
Serie B	USD \$ 20 MM	USD \$ 15 MM	mar-13	AAA	abr-10
Papel Comercial	USD \$ 20 MM	USD \$ 20 MM	720 días	AA+	jul-10

Características del Papel Comercial

Programa Papel Comercial			
Emisor:	PRONACA C.A.		
Monto Programa:	USD\$ 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	USD\$ 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 Agosto 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

FECHA COMITE: 28 Octubre / 2010

ESTADOS FINANCIEROS A : Agosto 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.



tomando en consideración la expectativa de los mercados de que los precios de materias agrícolas tengan crecimientos más lentos que hace dos años, 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 (1.52 veces el patrimonio tangible) y se ha comportado dentro de lo proyectado. La ampliación del plazo del pasivo financiero da un alivio estructural al Flujo de Caja Libre, sin embargo dadas 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. La Calificadora espera similar comportamiento para el siguiente año.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo se mitiga por la presencia de la compañía en el país, prestigio en el sistema financiero, disponibilidad de cupos de líneas de crédito.

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, lo cual incrementa su requerimiento de liquidez.

La Administración de PRONACA está desarrollando una política que limite el endeudamiento y promueva la recuperación de la liquidez entregada a estas empresas, cuya generación de resultados está por iniciar.

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 agosto 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 9.6 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 22,8 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.

ENTORNO MACRO ECONÓMICO

Ver anexo 1.

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	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 Tesalia Corporation	100	Carnes listas	Colombia	Local
Colombia - Bogotá	4.8	Carnes listas	Colombia	Local
Produastro	53.54	Hidroeléctrica	Ecuador	Local
Inaexpo Ecuador	66	Palmito y alcachofa	Ecuador	Exterior y local.
Inaexpo Brasil (Subsidiaria Inaexpo Ecuador)		Palmito	Brasil	Local
Inaexpo Costa Rica		Oficina Comercial	Costa Rica	Comercialización palmito y alcachofa en el exterior
Pronaca Europa	100	Oficina Comercial	España	Busqueda mercados europeos
Acuaespecies	100	Camaron	Ecuador	No activa - local
Florpaper		Camaron	Ecuador	No activa - local
Inmogra		Inmobiliaria	Ecuador	Local
Fideic. Agro	74.39	Fondo Financiero	Ecuador	Otorgar crédito a proveedores integrados.

Entre mayo y agosto de este año, la inversión en algunas compañías relacionadas creció. No se ha logrado aprovechar los recursos de la inversión hidroeléctrica, y en las inversiones productivas el desarrollo es lento. En todos los casos seguirán demandando liquidez de su accionista. Ante ello la Administración de PRONACA mejora el plazo de financiamiento de sus activos, y mantiene un respaldo patrimonial importante.

A la fecha de análisis la inversión en acciones de empresas subsidiarias y relacionadas, más cuentas por cobrar a ellas, alcanzan el 12.41% del balance. Adicionalmente, PRONACA es garante de pasivos de estas compañías en un monto que representa el 2% del balance de la cabeza del grupo.

Estos activos están registrados al costo de adquisición más las ganancias o pérdidas. Se espera que el balance de fin de año, sea ya presentado como grupo financiero y bajo las normas internacionales de información financiera.

Produastro (2005) es un proyecto hidroeléctrico con una expectativa de generación eléctrica de 75 Mw. La construcción inició en mayo 2007, y en el 2008 la obra se paralizó. A la fecha la Compañía busca que el Estado Ecuatoriano compre o sea accionista el proyecto. La posibilidad de que esto ocurra es de mediano plazo. A agosto de este año el resultado negativo.

Pronaca Colombia (2004), produce y comercializa productos con valor agregado (carnes listas); la materia prima es local. Esperaban llegar a punto de equilibrio en el 2009, pero el resultado auditado evidencia pérdidas menores a las históricas. Pronaca Ecuador tratará de elevar la utilización de



la fábrica en Colombia hasta 92% en el año 2010, para ello tienen nuevas estrategias. Por los resultados de la compañía hasta agosto 2010, consideramos que la posibilidad de cierre de la brecha negativa de operación, es de mediano plazo.

TC Tesalia Corporation es la dueña de Pronaca Colombia.

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. PRONACA espera que en el 2010 esta compañía arroje utilidades, en agosto el resultado es positivo.

Inaexpo Ecuador (1992) se dedica a la producción y exportación de palmito y alcachofa, principalmente a EEUU. Entre el 2007 y 2008 la operación logró resultados positivos crecientes. En el 2009 fue comprada a los accionistas de PRONACA Ecuador. Ese año la compañía presentó un pequeño margen operacional negativo, a causa del desenvolvimiento económico de su principal plaza comercial. Terminó el periodo con una abultada pérdida, básicamente por el sobre precio pagado en la compra de una compañía relacionada. Para agosto 2010 el resultado operativo es negativo.

El futuro de esta compañía, de acuerdo a la Administración de PRONACA Ecuador, es crecer en exportación de alcachofa y consolidar los nichos de mercado de palmito en EEUU, Europa y América del Sur.

En diciembre 2009, las acciones de Inaexpo Brasil pasaron de Pronaca Ecuador a Inaexpo Ecuador. Esta última es propietaria del 50% de Inaceres, joint venture en Brasil, que se dedica a la producción y comercialización de palmito en ese país. Esta inversión inició en el año 2006; los resultados continúan negativos con una tendencia decreciente. La proyección para el 2010 es ampliar la producción a través de la inversión en una nueva finca.

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.

Fuera de las inversiones en empresas subsidiarias, están la aportación de PRONACA en un fideicomiso que financia a sus proveedores agrícolas, con una alta recuperación (USD 3,7 MM a agosto). Asimismo, es parte del rubro inversiones, activos financieros correspondientes a bonos de largo plazo de compañías internacionales, con buen riesgo de crédito y posibilidad de liquidación, administrados por Morgan Stanley y UBS Internacional Inc. (USD 4,3 MM en este agosto).

ACCIONISTAS Y SOPORTE

ACCIONISTAS	PART.
Keypoint Investment Limited (Bahamas)	38.17%
Kardamin (Panamá)	40.92%

Danpark (Bahamas)	9.43%
Posten Limited (Islas Vírgenes)	1.91%
Personas naturales con participación menor a 2.7%.	9.57%
TOTAL (miles USD) Agosto-10	231.758 M

Fuente: Pronaca
Elaboración: BWR

El patrimonio de la empresa se conserva de buena calidad ya que se sustenta en un 89% en Capital Primario (Capital Social y Reserva Legal).

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

El soporte de los accionistas a la compañía se ha demostrado en la capitalización anual de una parte de los resultados generados por PRONACA. Con ello han consolidado una de sus más importantes fortalezas.

La intención de los accionistas es cumplir esta directriz, en porcentajes mayores en el 2010 al 2012, mientras la generación de la compañía conserve una lenta recuperación de los resultados, respecto de lo ocurrido antes del 2007.

Maniobra que la consideramos positiva también, por ajustes que pudieran resultar de la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera, a la cual las compañías ecuatorianas deberán regirse desde el periodo 2010. La aplicación total de las NIF's en el balance de PRONACA y del Grupo, será con corte a diciembre 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.

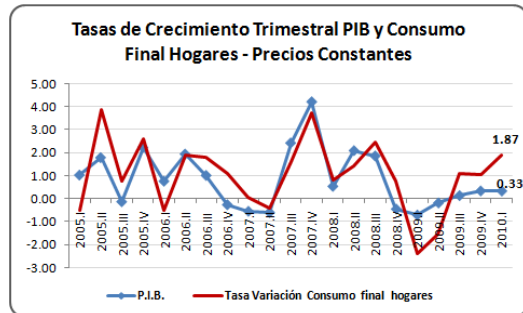
ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

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 agosto 2010 el número de empleados de PRONACA y Grupo a agosto, es 6125 y 7240, en ese orden. En diciembre 2009 el número de colaboradores del grupo fue 6.938, 6.845 en el 2008, 5.356 en 2007 y 4.529 en 2006. Todas las compañías del grupo no tienen comité de empresa ni han 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.

En agosto 2010, 37.8% de los ingresos de la compañía provienen de la línea de aves y el 8.7% de la línea de cerdo. El mercado de aves en pie y carne de ave y cerdo troceada se encuentran en etapa de madurez. Las dos líneas tienen 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.

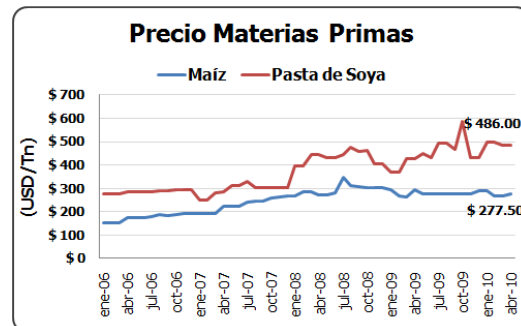
Estratégicamente en el corto plazo buscarán consolidar productos de generación confiable: aves, embutidos y palmito. Se centrarán en el segmento de ingresos bajos con nuevas presentaciones de productos y precio. Asimismo, recuperarían mercado en la línea de aves con venta de aves en pie.

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 materias primas importadas 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 volatilidad 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 en el 2009 implementaron políticas y un comité de riesgos para la administración de opciones y futuros en las compras de materias primas. A la fecha el 35% y 75% del maíz y soya adquirido se maneja con derivados.

Como evento subsecuente a agosto se anota que el precio del maíz local está creciendo, y éste es parte del porcentaje de materias primas que no usan derivados.

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.

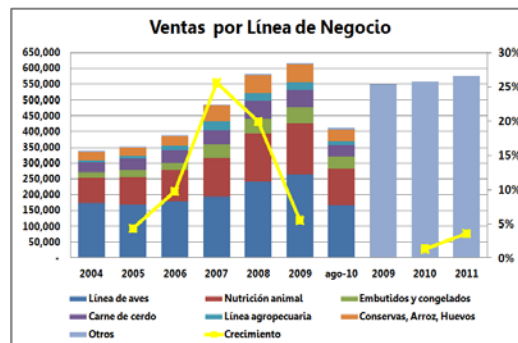
En cada tienda, distribuidor zonal o autoservicios, la compañía se asegura de exhibir y proveer un número representativo de su amplia gama de productos.

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



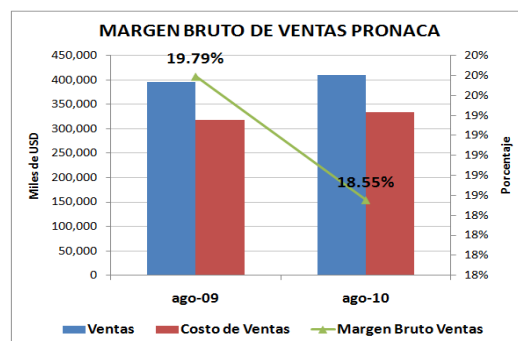
Este análisis se realiza con base en los estados financieros interinos de PRONACA a agosto 2010, no consolidado con sus empresas relacionadas por propiedad.

PRONACA mantiene una buena capacidad para generar ingresos, que sin embargo, se ve presionada por una creciente competencia, resultado del incentivo a la producción nacional a través de políticas tributarias y crédito para el sector agropecuario. El total de ventas del 2010 superará las proyecciones de la compañía, aunque no mejorarán el porcentaje de incremento logrado en el 2009 de 5.5%.

El margen de ventas no terminaría en el porcentaje proyectado, esto es cinco puntos porcentuales por sobre lo realizado en el 2008, por cuanto dependen de materias primas cuyos precios son volátiles, y que se han mantenido altos desde el 2007. El margen de ventas del 2010 sería inferior al logrado en el 2008 de 19.5% (19.8% en 2009).

Las varias estrategias comerciales implementadas por la Administración, para PRONACA y relacionadas, están significando una ampliación de los gastos administrativos y de comercialización, por sobre el desenvolvimiento de las ventas, igualmente frente a lo proyectado para este ejercicio.

Por todo lo anterior, el retorno sobre activos y patrimonio, que mejoraron durante el 2009, volverán a debilitarse en el 2010, demandando mayores renovaciones de deuda a lo esperado.





Dada las condiciones de mayor competencia local, la compañía se ha visto limitada en incrementar precios e incluso volúmenes en algunas de sus líneas, condiciones que se prevé se mantenga en el corto plazo.

En este agosto los ingresos ascendieron a USD 410,5 MM e incorporan un crecimiento anual de 3.58%. Inferior al 8.6% logrado en agosto 2009, y por debajo del promedio de los últimos tres años (18%).

La desaceleración en el crecimiento de los precios internacionales de las materias primas, ha llevado un crecimiento anual menor del costo de ventas (5.8% en ago-10, 9.6% ago-09, 21% promedio de los tres últimos años). Sin embargo, el aumento del costo se distancia del de los ingresos, conduciendo al margen bruto de ventas al nivel más bajo desde 2007, cuando el precio de las materias primas internacionales aumentaron significativamente.

Entre ago-09 y dic-09 el margen de ventas de la compañía pasó de 19.79% a 19.8%, en ago-10 se ubica en 18.6%.

Después de agosto, se espera una mayor presión en el margen, provocada ahora por el incremento de la materia prima local.

De otro lado, la estructura de gastos operativos se incrementó en 14% en el año. Esta ampliación se justifica en las estrategias de profundización geográfica de las ventas, construcción de un centro de distribución, y reposicionamiento publicitario de todos los productos del grupo y su marca; necesarias para el apuntalamiento de los ingresos.

Sin embargo, la ampliación no fue considerada en el presupuesto de la compañía para este año.

Dado que la mayoría de las estrategias descritas son de largo plazo, convierte a la estructura operativa más pesada. A la fecha, aproximadamente 70% de los gastos son fijos.

Por todo lo anterior el resultado operativo antes de provisiones cae hasta un 5.4% desde 7.82% en agosto pasado. Con las ventas del siguiente trimestre este margen mejoraría pero no a niveles históricos.

La disminución y refinanciamiento de deuda a tasas menores, reduce el peso del gasto financiero respecto de la utilidad y el EBITDA. Comparado con el EBITDA representan el 17%, lo que significa que tienen una adecuada cobertura de 5.82 veces.

La utilidad neta de impuestos y participación a empleados suma USD 13,3 MM, es el 82% del resultado final de ago-09, 58% del resultado final de dic-09, y significa el 41% de la proyección para este ejercicio (USD 32,2 MM).

Dado los cambios ocurridos en el mercado, sumado a la tendencia en el costo de la compañía,

consideramos que los actuales niveles de rentabilidad son los que se mantendrán en el futuro. A agosto 2010 el ROA neto se ubica en 4.7%, 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

A la presente muestran un endeudamiento moderado de 1.52 veces: 1, el patrimonio tangible y un perfil de vencimientos más adecuado a la dinámica de sus operaciones (60% de las obligaciones financieras es de mediano plazo), sin embargo es alto comparado con la generación actual de la compañía (3.23 veces: 1 deuda total ajustada neta / EBITDA); se mantendría así en el mediano plazo.

Con la caída del EBITDA, no se cumpliría las proyecciones de la compañía para el 2010 y 2011 de bajar los índices de endeudamiento.

El ciclo de operación de PRONACA es de corto plazo, pero el mantenimiento de la operación requiere de inversiones de largo plazo. Las inversiones en empresas relacionadas y propias también son de largo plazo.

El fondeo patrimonial recupera participación en el 2009 y se mantiene así hasta agosto de este año (54% del pasivo más patrimonio), con la disminución de obligaciones financieras. También por el fortalecimiento del capital social con los resultados del periodo 2008, en el 2009. En el 2010 no han capitalizado resultados.

Los pasivos financieros conformados por organismos multilaterales e instituciones financieras locales, constituyen el 27% del pasivo más patrimonio y el 59% del pasivo. Ahora el 60% de esta deuda es de mediano plazo (entre 2011 y 2016).

La operación de papel comercial es parte de las obligaciones de corto plazo. A la fecha de este informe la compañía ha colocado 100% del monto del programa aprobado, que representa 10.18% del pasivo total. El plazo del programa de papel comercial vence en abril del 2012.

LIQUIDEZ

Conforme el ciclo de ventas de la compañía, el flujo de caja operativo (CFO) es mayor en los últimos meses del año.

El CFO de PRONACA se mantiene suficiente para sustentar requerimientos de capital de trabajo más cargos fijos; no obstante, en los periodos interinos como agosto, requieren financiar alrededor del 80% de las inversiones en capex, activos intangibles, inversiones en compañías, y refinanciar parte de las obligaciones corrientes.

En agosto 2010 el (CFO) representa el 22% de la Deuda Financiera de Corto Plazo, y el Flujo de Caja Libre (después de inversiones y pago a accionistas), sobre el mismo denominador, es negativo.

Considerando el cambio en el comportamiento de los ingresos, la cobertura de fin de año no será la de diciembre pasado (1.24 veces: 1), llegará hasta un 85%. En tanto las obligaciones financieras de corto plazo requerirán ser renovadas en al menos 62%.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo se mitiga por la presencia de la compañía en el país, prestigio en el sistema financiero, disponibilidad de cupos de líneas de crédito.

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 Agosto-10 la estructura de la garantía general, es la siguiente:

EMPRESA PRONACA C.A.	Activo ago-10	Activo Pignorado 30/08/10	Activo Disponible	Activo Diferido	Inventario Perecibles y Otros	Activo Libre
Miles USD						
Total Activo Corriente	211,237	33,408	177,829	-	-	52,966
Fondos Disponibles	31,920	-	31,920	-	-	31,920
Inversiones temporales	8,694	-	8,694	-	-	8,694
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	33,408	33,408	-	-	-	-
Inventarios Neto	125,253	-	125,253	-	124,863	390
Otras cuentas por cobrar	-	-	-	-	-	-
Gastos pagados por anticipado	11,962	-	11,962	-	-	11,962
Total Activo No Corriente	216,967	53,981	162,986	23,319	-	139,667
Propiedades	126,207	47,989	78,218	-	-	78,218
Activos para la venta	3,985	-	3,985	-	-	3,985
Inversiones en Acciones	55,866	-	55,866	-	-	55,866
Cuentas por Cobrar LP Accion./Relac.	1,598	-	1,598	-	-	1,598
Activos Diferidos	23,319	-	23,319	23,319	-	-
Otros Activos No Comentes	5,992	5,992	-	-	-	-
ACTIVOS TOTALES	428,204	87,389	340,815	23,319	-	192,633
Papel Comercial	-	-	-	-	-	20,000
Titularización de Flujos Futuros	-	-	-	-	-	22,800
Titulos en Mercado Valores/ Garantia	-	-	-	-	-	22.22%
Garantia / Titulos en Mercado Valores (veces)	-	-	-	-	-	9.63

Con relación a la revisión de mayo 2010, existe cambio en el monto de activos fijos pignorados, debido a que la empresa proporcionó en esa fecha, el valor del avalúo y no en libros de las propiedades.

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Cuantitativamente la garantía cubre en 9.6 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 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).

El resguardo de la titularización, desde diciembre 08 cuando se colocara en el mercado de valores, hasta agosto 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	ago-10
RESULTADOS								
Ventas	353,483	387,552	486,591	583,727	364,902	443,877	615,779	410,505
% crecimiento	4.4%	9.6%	25.6%	20.0%	12.5%	1.4%	5.5%	0.0%
Costo de Ventas	-266,058	-285,705	-383,379	-469,657	-290,122	-355,694	-493,788	-334,351
% crecimiento	3.0%	7.4%	34.2%	22.5%	13.5%	1.0%	5.1%	1.6%
MARGEN BRUTO (%)	25%	26%	21%	20%	20%	20%	20%	19%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	53,051	62,209	49,200	52,990	37,428	46,085	60,660	33,935
MARGEN EBITDA (%)	15.0%	16.1%	10.1%	9.1%	10.3%	10.4%	9.9%	8.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	53,051	62,209	49,200	52,990	37,428	46,085	60,660	33,935
MARGEN EBITDAR (%)	15.0%	16.1%	10.1%	9.1%	10.3%	10.4%	9.9%	8.3%
Cuota leasing del período	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	14,380
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	36,489	43,972	29,421	34,401	25,001	31,650	41,778	19,555
Gasto Financiero del período	(3,500)	(5,129)	(7,314)	(13,851)	(7,857)	(8,451)	(10,950)	(5,831)
Impuestos a la renta	(3,725)	(5,062)	(4,860)	(1,652)	(3,415)	(3,283)	(3,763)	(2,061)
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%	7.9%
UTILIDAD NETA	29,695	35,168	16,508	17,855	16,929	18,114	23,135	13,330
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	21.6%	22.1%	9.5%	9.9%	13.8%	12.1%	11.5%	8.9%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12.2%	12.8%	4.9%	4.6%	6.5%	6.1%	5.7%	4.7%
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)								
EBITDA OPERATIVO	53,051	62,209	49,200	52,990	37,428	46,085	60,660	33,935
(-) Gasto Financiero del período	-3,500	-5,129	-7,314	-13,851	-7,857	-8,451	-10,950	-5,831
(-) Impuesto a la renta del período	-3,725	-5,062	-4,860	-1,652	-3,415	-3,283	-3,763	-2,061
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	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	26,043
(-) Variación Capital de Trabajo	-7,651	-10,298	-45,756	402	-20,216	-514	14,150	-19,239
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	38,175	41,720	-8,730	37,889	5,940	33,837	60,097	6,804
(+) 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	-18,697	-5,980
(-) Inversión en Activos Intangibles	-3,197	-5,193	-5,192	-6,174	-4,002	-4,803	-6,048	-3,180
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-12,280	-12,811	-23,361	-23,202	-14,187	-11,311	-20,706	-8,701
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	8,984	1,673	-71,225	2,995	-20,332	13,827	14,646	-11,057
CFO MARGIN (FFO/ventas) (%)	10.80%	10.77%	-1.79%	6.49%	1.63%	7.62%	9.76%	1.66%
Cuota leasing del período (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	33,935
BALANCE								
Caja e Inversiones Corrientes	26,302	26,432	26,891	41,751	36,561	31,742	37,781	40,614
Activos Totales	260,283	291,092	376,315	400,890	407,943	389,199	416,658	428,204
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	50,057	42,329	117,383	74,284	118,798	52,937	48,597	46,229
Pasivo Financiero Largo Plazo	15,505	22,291	15,618	65,562	28,633	61,200	57,005	69,146
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	115,375
Pasivos con Proveedores	19,787	26,253	29,885	35,553	25,749	22,090	59,614	43,375
Otros Pasivos	27,647	29,885	36,579	41,296	44,281	39,297	32,937	37,696
Pasivos Totales	112,996	120,758	199,465	216,695	217,461	175,524	198,153	196,446
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	147,378	170,424	176,961	184,291	190,573	213,770	218,504	231,758
PATRIMONIO TANGIBLE	98,386	104,656	100,751	109,157	116,480	134,856	137,251	135,028
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	48,992	65,768	70,578	69,071	74,093	73,629	81,253	96,730
Capitalización ****	212,940	235,044	309,962	324,137	338,004	327,907	324,106	347,133
Contingentes	16,986	20,887	8,960	8,814	5,638	9,100	9,949	8,550
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	dic-09	sep-09	ago-10
INDICADORES FINANCIEROS								
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.16	12.13	6.73	3.83	4.76	5.54	5.45	5.82
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.65	9.63	3.53	2.15	2.96	3.65	4.11	4.33
(EBITDA - Inversiones) / Gasto Financiero del período (x)	9.90	6.68	1.42	1.44	1.60	1.49	3.13	3.05
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.24	1.04	2.70	2.64	2.63	1.74	1.86	2.27
Deuda Financiera Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.56	1.37	2.89	2.81	2.73	1.90	2.01	2.43
Deuda Financiera Neta (Descontado activos líquidos)/ EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.74	0.61	2.16	1.85	1.97	1.12	1.34	1.47
Deuda Total Ajustada / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.45	2.28	4.24	4.26	3.97	3.43	2.98	4.03
Deuda Total Ajustada NETA / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1.95	1.85	3.69	3.47	3.32	2.81	2.46	3.23
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) + Contingentes / FFO (x)	1.80	1.64	3.83	3.97	3.90	2.51	2.69	3.17
(FCF) Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Total (ajustada al leasing si es el caso) (%)	14%	3%	-53%	2%	-21%	14%	16%	-14%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	31%	27%	43%	43%	44%	33%	35%	33%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	7%	10%	1%	1%	1%	1.1%	0.3%	0.4%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	58%	54%	67%	65%	68%	53%	65%	59%
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	0.77	0.71	1.13	1.17	1.14	0.91	0.82	0.85
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	0.90	0.81	1.32	1.35	1.31	1.02	0.93	0.94
Pasivo Total ajustado leasing + Pasivos fuera Balance y Contingente/Patrimonio Tangible	1.32	1.35	2.07	2.07	1.92	1.52	1.37	1.52
LIQUIDEZ								
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	76.4%	65.5%	88.3%	53.1%	80.6%	46.0%	46.4%	40.1%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	52.5%	62.4%	22.9%	56.2%	30.8%	77.7%	60.0%	87.9%
FFO/intereses del periodo (FFO/interest cover)	1409%	1114%	606%	371%	433%	520%	506%	547%
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)	1409%	1114%	606%	371%	433%	520%	506%	547%
CFO/intereses del periodo (CFO/interest cover)	1091%	813%	-119%	274%	76%	549%	400%	117%
CFO/cargos fijos	1091%	813%	-119%	274%	76%	549%	400%	117%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.92	1.23	0.32	0.50	0.33	0.95	0.87	0.85
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.76	0.99	-0.07	0.51	0.08	1.24	0.85	0.22
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	5.07	3.42	1.99	2.60	4.15	2.03	2.07	2.72
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	4.22	2.74	-0.47	2.63	0.94	2.66	2.04	0.71
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período (x) anual	1.06	1.47	0.42	0.71	0.47	1.25	1.16	1.10
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período+gasto financiero período (x) anual	0.99	1.31	0.39	0.60	0.43	1.02	0.96	0.93
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x) Anual	4.23	3.06	1.90	1.88	2.64	1.81	1.84	2.20
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.18	0.04	-0.61	0.04	-0.26	0.30	0.35	-0.36
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.99	0.11	-3.82	0.21	-3.22	0.65	0.84	-1.15
OTROS INDICES								
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	42,234	58,641	34,638	99,635	59,136	93,446	100,063	104,042
Liquidez Acida (x)	0.70	0.86	0.46	0.79	0.50	0.77	0.77	0.80
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.66	0.76	0.43	0.66	0.47	0.69	0.68	0.69
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.13	1.20	1.02	1.07	1.07	1.09	1.11	1.08
Patrimonio / Activo Total (x)	0.57	0.59	0.47	0.46	0.47	0.52	0.55	0.54
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	11	9	10	12	11	12	17	17
Días de cuentas por cobrar	32	38	36	30	31	29	22	21
Rotación de inventarios (x)	4	4	3	4	3	4	4	4
Días de inventarios	91	89	118	97	120	89	92	90
Rotación de cuentas por pagar (x)	13	11	13	13	17	8	21	12
Días de cuentas por pagar	27	33	28	27	21	43	17	31
Rotación de cuentas por pagar (x)	13	11	8	13	10	8	21	12
Días de cuentas por pagar	27	33	47	27	38	43	17	31
Rotación Capital de Trabajo	6	5	11	5	7	5	5	5
Días de Capital de Trabajo	57	74	33	76	49	68	76	75
Días de Ciclo de Operación	-39	-20	-93	-23	-82	-7	-21	-6
Vencimientos Deuda Financiera								
Año	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	ago-08	dic-09	sep-09	ago-10
Vencimientos Porción Corriente	9,046	15,228	108,281	14,397	9,463	22,582	22,075	14,381
Vencimientos Corto Plazo	41,011	27,101	9,102	59,887	109,335	26,015	30,862	31,848
Vencimientos Largo Plazo	15,505	22,291	15,618	65,562	28,633	57,005	61,200	69,146
Total	65,562	64,620	133,001	139,846	147,431	105,602	114,137	115,375

(x) Índice expresado en número de veces



**ANEXO No.1
ENTORNO MACRO
ECONÓMICO**

Indicadores de la economía ecuatoriana:

	2006	2007	2008	2009
PIB (Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. % PIB (Mill. 2000)	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda Públ. Ext. /PIB	24,7	23,9	19,2	14,4
Cta. Cte. /PIB	3,9	3,6	2,3	-3,1
Resultado Global /PIB	3,3	2,1	-0,4	-3 prov.

Fuente: BCE y Ecuador Analysis

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2010	abril de 2010
IPC	3.4%	3.2%
IPP	5.2%	5.5%

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

AÑO	BCE	CEPAL	FMI	BM
2010	6%	2.50%	2.50%	1.80%

Consideramos que la economía ecuatoriana reasumirá su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento. Nuestra opinión se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

Los indicadores más recientes muestran una ligera recuperación de la Economía a partir de marzo de 2010, tendencia que se espera se mantenga durante el año. La industria reporta mayor producción, el comercio mayores ventas, y el crédito en los bancos empieza a reactivarse.

Las importaciones crecen también de manera importante tanto en cuanto a bienes de consumo como en cuanto a insumos para la producción.

Esta reactivación sin embargo no incluye a las exportaciones privadas ya que el mercado internacional no ha recuperado el dinamismo anterior al 2008 y por lo tanto el crecimiento de las exportaciones privadas es más lento que el de la economía interna. Estas crecen al mismo ritmo que la inflación.

Motivos de incertidumbre en cuanto a las ventas al exterior son la relación de las principales monedas del mundo y los tipos de cambio de las monedas de Latinoamérica.

El dólar ha seguido fortaleciéndose en relación al euro; en mayo tuvo una caída particularmente importante. La situación económica de la Unión Europea y una mayor caída del euro podrá convertirse en una debilidad competitiva para las exportaciones ecuatorianas, en la medida en que se vayan ajustando las otras monedas de la región.

Tal como sucedió con los Estados Unidos, Ecuador se mantuvo al margen del TLC acordado por

Colombia y Perú con la Unión Europea. El gobierno ecuatoriano propone negociaciones especiales con las economías más importantes del mundo lo cual consideramos poco probable.

Mientras tanto y en el corto plazo los principales productos de exportación ecuatorianos continuarán beneficiándose de las preferencias unilaterales. Si dichas preferencias no se prorrogan, las exportaciones ecuatorianas tendrán desventajas competitivas en relación a Colombia y Perú.

La recuperación de la economía ecuatoriana a partir de marzo de 2010, se sustenta en la permanente inyección de fondos por parte del gobierno. Dichos fondos provienen de algunas fuentes: desembolso de un crédito de la CAF por USD362M, recaudación tributaria que con respecto a abril del año anterior creció en 14.5%, mayores ingresos generados por los altos precios del petróleo que en abril se ubica en USD75.3 promedio mes por barril y el crecimiento de la deuda interna.

La mayor recaudación tributaria obedece a: tasas más altas de los impuestos indirectos, más eficiencia en la recaudación, e impuestos extraordinarios a los ingresos petroleros. Los ingresos netos por impuesto a la renta se redujeron en 5.9% en consistencia con los malos resultados del 2009.

Los altos precios del petróleo compensaron holgadamente la reducción en la producción nacional (-18% en relación al primer trimestre del 2009) permitiendo generar un superhabit en la balanza comercial en marzo e incluso para los últimos doce meses.

En el primer trimestre la deuda interna termina con el mismo saldo que en 2009, pero en mayo el gobierno emite bonos por USD1.500 millones colocados en su mayor parte al IESS (USD550 millones de largo plazo).

La mayor parte de los ingresos se gastaron, incluyendo fondos de la reserva monetaria, reduciendo las cuentas atrasadas al sector público. Esto, y los créditos del gobierno con fondos del BCE a la banca pública fomentaron el crecimiento de depósitos en el sistema financiero y la consecuente originación de crédito.

Se está rezagando el gasto de inversión y capital para el 2010. Alcanzar los niveles presupuestados por el gobierno (USD5000 millones) dependerá de que se mantenga el precio del petróleo y de la habilidad del gobierno para conseguir fuentes externas de financiamiento.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación. Si bien el riesgo en cuanto a la sostenibilidad de la política fiscal se mantiene, consideramos que el riesgo de liquidez se lo ha transferido para el próximo año.