



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	
Clases	(miles de US\$)		
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

Patricia Pinto, Ecuador.
pintop@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 los estados financieros auditados de los años 2009 y 2010, y los estados financieros internos e información adicional con corte a Marzo 2011, 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 en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

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 que participan en las decisiones.

La diversificación de líneas de producción ha permitido que las ventas crezcan. Si bien los márgenes se han presionado durante el último año y se espera que así se mantengan, estos siguen siendo adecuados para sostener el negocio. Las políticas de dividendos han contribuido a consolidar un adecuado respaldo patrimonial, que es la primera fuente de fondeo de la compañía.

FECHA COMITE: 8 Junio / 2011

ESTADOS FINANCIEROS A : Marzo 2011

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



La empresa es generadora de EBITDAs importantes pero volátiles debido principalmente a la variabilidad de los precios de las materias primas de las cuales es altamente dependiente. Este riesgo del negocio es compensado por niveles adecuados de endeudamiento y niveles de liquidez manejables. La empresa se encuentra analizada e incorporando estrategias para mitigar este riesgo.

En el 2010, el margen bruto se redujo y el EBITDA se vio adicionalmente afectado por un incremento importante en gastos de comercialización producto de una estrategia de profundización de mercados.

El endeudamiento de PRONACA frene al patrimonio tangible y frente a la generación (EBITDA) es moderado y aun cuando en el 2010 los indicadores de apalancamiento se han presionado, se han comportado dentro de lo proyectado. El desempeño de estos indicadores se explica por la contracción del EBITDA ya que el nivel de deuda prácticamente se mantuvo. No se espera mayor presión en estos indicadores. La deuda financiera a marzo se redujo.

Históricamente PRONACA es generadora de flujos operativos suficientes para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, aún en circunstancias especiales cuando por la tendencia alcista de los precios de las materias primas deben acumular inventarios; este fue el caso en el 2010. Durante el 2008 y 2009, los flujos operativos generados fueron suficientes inclusive para cubrir las inversiones en activos fijos y en empresas relacionadas.

Durante el 2010, y dado que parte de los flujos operativos generados tuvieron que ser utilizados en la acumulación de materias primas, las inversiones en activos y relacionadas absorbieron parte de la caja que históricamente es alta y que compensa la volatilidad de la generación. En otras palabras, la caja cubrió el flujo de caja libre negativo generado por las necesidades de capital de trabajo y las inversiones, evitando el incremento de la deuda.

En todo caso, los indicadores de liquidez se presionan en el 2010 requiriendo refinanciar tanto la porción corriente de la deuda como la deuda de corto plazo. Esperamos un comportamiento más holgado para este año.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo se mitiga por el posicionamiento de la compañía en el país, su prestigio en el sistema financiero y la disponibilidad de cupos de líneas de crédito en función de su situación financiera.

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 marzo 2011 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 9.9 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 15,4 MM de una titularización de flujos futuros. Debe tomarse en cuenta que el Papel Comercial no tiene prelación sobre otros pasivos de la empresa.

=====

■ ANALISIS FODA

Fortalezas y Oportunidades

- Administración profesional con vasta experiencia en sus negocios.
- 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.

■ HECHOS RELEVANTES Y

SUBSECUENTES DEL EMISOR

- El análisis de PRONACA C.A., se ha realizado sobre balances auditados ajustados a NIIF de los años 2009 y 2010, y un balance interino bajo NEC a marzo 2011, por cuanto la compañía todavía se encuentra en proceso de



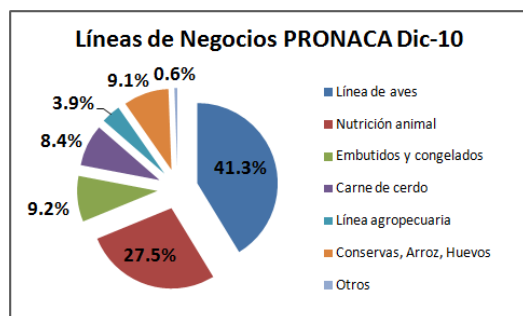
transformación de su contabilidad a Normas Internacionales de Información Financiera.

A junio del 2011 Pronaca y el grupo económico Pronaca presentarían cifras consolidadas auditadas e interinas bajo NIIF. Ello permitiría establecer cuantitativamente el desarrollo global de las actividades de Pronaca dentro y fuera del país. Y el posicionamiento financiero real de sus subsidiarias en endeudamiento, capital y liquidez.

- A la presente fecha se encuentra en proceso de aprobación una operación nueva de titularización de flujos futuros por USD 50 MM, cuyo destino es reestructurar pasivos.
- Cambio en la legislación tributaria local exige que desde el 2010 las compañías presenten un impuesto a la renta mínimo, en vez de anticipo del impuesto a la renta. Éste resulta de la suma matemática del 0.4% del activo, 0.2% del patrimonio, 0.4% de ingresos gravados, y 0.2% de costos y gastos deducibles.

▪ DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

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.



Fuente: Pronaca C.A.
Elaboración: BWR

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.

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.

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. Esa situación es en parte mitigada por su condición de líderes en varias de las categorías.

La producción de PRONACA requiere principalmente de materias primas agrícolas como maíz, soya, aflechillo de trigo, palma, arroz, que mantienen una moderada volatilidad en sus precios. Actualmente el 42% de las materias primas es importado y 58% local, representan el 63% del costo de ventas. El riesgo de precios de las materias primas está siendo aminorado en parte mediante la planificación de compras protegidas con opciones y futuros.

La calidad de los productos es protegida a través del 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 y en la calidad. Estos representan el 33% de la producción local. 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.

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.

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.

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 Subsidiarias	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Mardex	50	Pescado	Ecuador	Exportación 75%, local 25%
TC Tesalia Corporation	95	Carnes listas	Colombia	Local
Colombia - Bogotá	4.8	Carnes listas	Colombia	Local
Inaexpo Ecuador	100	Palmito y alcachofa	Ecuador	Exterior y local.
Inaexpo Brasil (Subsidiaria)		Palmito	Brasil	Local
Pronaca Europa	100	Oficina Comercial	España	Busqueda mercados europeos
Imogra	100	Inmobiliaria	Ecuador	Local
Inversiones en Acciones	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Produastro	53.54	Hidroeléctrica	Ecuador	No activa - local
Acuaespecies	100	Camaronera	Ecuador	No activa - local
Accionista de				
Florapapel	100	Camaroneras	Ecuador	No activa - local
Cridec	99.99	Camaronera	Ecuador	No activa - local
Grallarcam	81	Camaronera	Ecuador	No activa - local
Cupesmar	100	Camaronera	Ecuador	No activa - local
Otras menores	100		Ecuador	No activa - local
Inversiones Financieras	% de Tenencia	Producto	País	Destino
Derechos Fiduciarios Fideic.	74.39	Fondo Financiero	Ecuador	Otorgar crédito a proveedores integrados.
Agroinversiones				

Fuente: Pronaca C.A.

Elaboración: BWR

PRONACA es la cabeza del grupo económico del igual nombre, conformado por empresas que tienen el mismo fin que la compañía origen, con excepción de un proyecto hidroeléctrico. Con estas empresas PRONACA mantiene relaciones comerciales pero también de financiamiento corriente y de largo plazo.

Bajo NIIF las inversiones en subsidiarias se miden al costo, y las inversiones en acciones a valores razonables y se contabilizan como disponibles para la venta.

El cambio contable ha representado mayor claridad en los montos de los activos, especialmente en las inversiones en acciones. En el caso de las subsidiarias, sus desarrollos todavía no son totalmente expresados en el valor de la acción, debido a que el Grupo considera que el valor de las inversiones no se encuentra deteriorado.

A la fecha de análisis, estas inversiones más cuentas por cobrar a ellas, alcanzan el 10.55% del balance. Además, PRONACA es garante de pasivos de estas compañías en un monto que representa el 2% de su balance.

Inaexpo Ecuador y Pronaca Colombia recibieron nuevas aportaciones de capital durante el primer trimestre del 2011. Consideramos que en el mediano plazo las subsidiarias seguirán demandando liquidez de su accionista.

Dentro de las inversiones en acciones hay una expectativa positiva de recuperar el capital de Acuaespecies hasta fines del 2011. Para la inversión en Produastro (2005) siguen buscando comprador o inversionista. Ambas son las más representativas en este rubro.

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 no se lo ha conseguido hasta diciembre 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. Al cierre del 2010 esta compañía consiguió un resultado pequeño 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 su margen operacional fue negativo, a causa del desenvolvimiento económico de su principal plaza comercial, y concluyó con pérdidas netas importantes por su subsidiaria en Brasil. Igual comportamiento fue en 2010 en la gestión operativa y la pérdida de la subsidiaria pero en un menor monto.

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. Igualmente prevén que el 2011 será el año de consolidación de la operación de la subsidiaria Inaexpo Brasil (2006), la cual produce y comercializa palmito en ese país.

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.

El fideicomiso agrícola fue creado con la finalidad de otorgar crédito a los agricultores para la compra de insumos. La recuperación de los créditos es alta y se recibe a través de la materia prima que entregan los agricultores.

■ ACCIONISTAS Y SOPORTE

ACCIONISTAS	PART.
Keypoint Investment Limited (Bahamas)	38.18%
Haymarket Capital Ventures LLP (Inglaterra)	40.92%
Danpark (Bahamas)	9.43%
Fideicomiso BG (Ecuador)	8.03%
Posten Limited (Islas Vírgenes)	1.91%
PRONACA C.A. (Ecuador)	0.12%
Personas naturales con participación menor a 0.6% (Ecuador)	1.41%
Capital Social (miles USD) Dic-10	216,974 M

Fuente: Pronaca
Elaboración: BWR

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%.

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 el desarrollo de subsidiarias y, por retrasos en la realización de inversiones mantenidas para la venta. Además considerando que bajo NIIF, el fortalecimiento futuro del patrimonio, mediante revalorizaciones importantes de activos fijos es mínimo.

■ ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

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 consolidando 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.

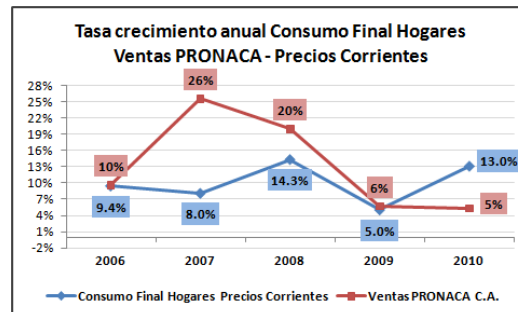
En agosto 2010 el número de empleados de PRONACA y Grupo es 6125 y 7240, en ese orden. En diciembre 2009 el número de colaboradores del grupo fue 6.938, 6.845 en el 2008, 5.356 en 2007 y 4.529 en 2006. Todas las compañías del grupo no tienen comité de empresa ni han experimentado problemas laborales.

La provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario, se encuentran al día, conforme la auditora externa se realiza con base en estudios actuariales y lo estipulado en el código de trabajo.

■ RIESGO MACROECONÓMICO

Ver anexo 1.

■ RIESGO SECTORIAL



Fuente: BCE. Precios corrientes.

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 2010, los ingresos de la compañía y el grupo aumentaron en 5.33% y 6.71%, respectivamente, sustentados en el buen posicionamiento que tienen varios productos en sus segmentos y mercados.

Las ventas de marzo 2011 evidencian una tendencia de aumento mayor a los dos últimos años, respaldada en la diversificación de productos y márgenes.

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

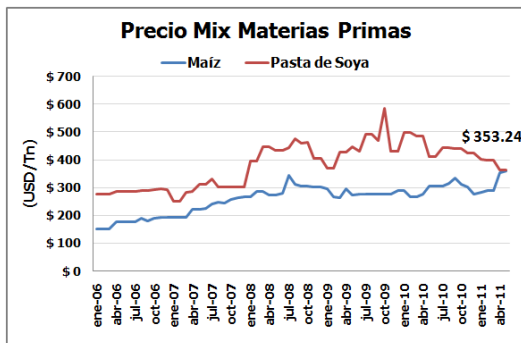
Estratégicamente en el corto plazo buscarán profundizar en productos de generación confiable: aves, embutidos y palmito. Se centrarán en el segmento de ingresos bajos con nuevas presentaciones de productos y precio. Asimismo, recuperarían mercado en la línea de aves con venta de aves en pie.

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.



MATERIAS PRIMAS



Fuente: PRONACA (precios pagados por la compañía)
Elaboración: BWR

La materia prima representa el 63.3% del costo de ventas de PRONACA. 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.

Los mercados internacionales esperan que la mejora en las condiciones climáticas para las regiones productoras de Estados Unidos y Europa, junto con la firmeza del dólar, la caída del precio del petróleo y las bajas de los mercados accionarios, mantengan el descenso de los precios de los granos en el corto plazo.

También en el mercado local hay expectativa positiva con relación al clima, además el costo se favorecería de una oferta mayor de materias primas.

Sin embargo, no necesariamente todos los factores anotados se mantendrían en el tiempo y al mismo tiempo, por lo que el riesgo de volatilidad continúa en moderado.

En el 2009 la compañía implementó políticas y un comité de riesgos para la administración de opciones y futuros en las compras de materias primas. A la fecha un 35% del maíz y 75% de la soya se maneja con derivados, con ello se ha aminorado la reducción del margen de ventas en el 2010.

ANÁLISIS FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Este análisis se realiza con base en los estados financieros de PRONACA, auditados bajo NIIF a diciembre 2009 y 2010, e interinos bajo NEC a marzo 2011.

El cambio contable a NIIF puso a valor de mercado los rubros del balance, con un consecuente incremento del tamaño de los activos y fortalecimiento del patrimonio. De otro lado, el estado de pérdidas y ganancias del 2009, tuvo un efecto negativo pequeño en el estado de resultado del 2009, del 1% en la utilidad final.

Esto generó cambio de los indicadores evaluados del 2009, y hace que las razones de los periodos subsiguientes no sean comparables con su historia. No obstante de ello, la Calificadora considera que

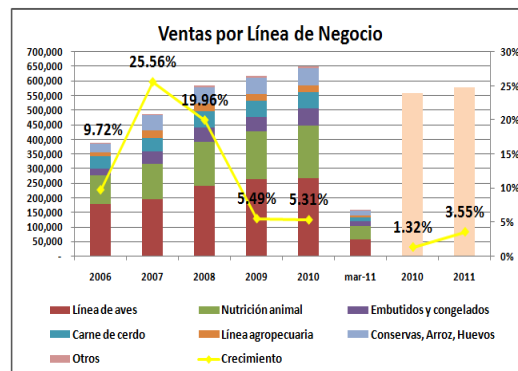
las modificaciones contables no alteraron estructuralmente la posición de la compañía.

GESTION OPERATIVA

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.

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

Por todo lo anterior, el retorno sobre activos y patrimonio, que mejoró durante el 2009, se debilita en el 2010, demandando mayores renovaciones de deuda a lo esperado. Se espera que para el 2011 se detenga el achicamiento del ROA y EBITDA, considerando la consolidación de estrategias comerciales, más la tendencia decreciente del precio de las materias primas internacionales, condición que se apuntala con sus políticas de riesgo de volatilidad del precio de las materias primas.

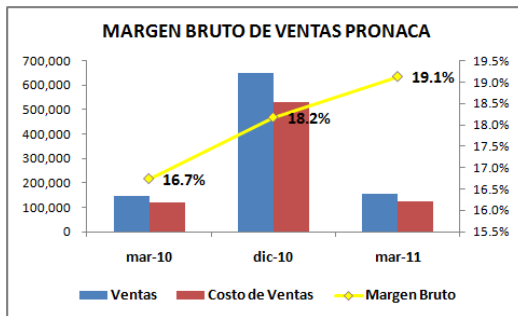


Fuente: Balance y proyecciones de PRONACA
Elaboración: BWR

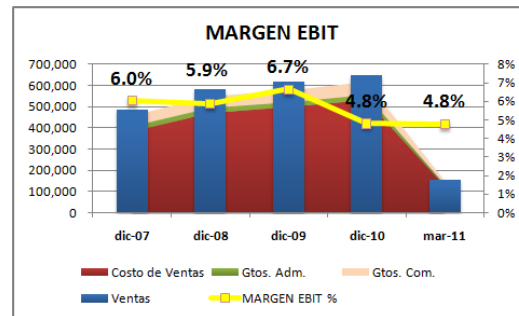
El total de ventas del 2010 ascendió a USD 648 MM, e incorporó un crecimiento anual de 5.3%. El desarrollo es positivo respecto a la proyección de 1.5%, y similar a lo realizado en el periodo 2009 (5.5%).

En el 2011 se asientan las estrategias comerciales en ventas por canal de distribución (tiendas y autoservicios), y por líneas de negocio (embutidos y congelados, arroz y nutrición animal), que sustentan una perspectiva efectiva de concluir el periodo con un incremento de ingresos por sobre lo realizado en el 2009 y 2010.

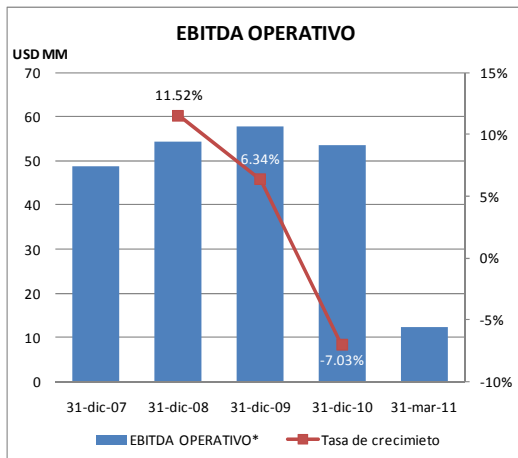
La comparación anual de ingresos a marzo 2011 es de 6.95%. Este comportamiento se sustenta en la ampliación de precios y volúmenes, y no incorpora el periodo alto de ventas, que es en el segundo semestre del año.



Fuente: Balance PRONACA
Elaboración: BWR



Fuente: Balance PRONACA
Elaboración: BWR



Fuente: Balance PRONACA
Elaboración: BWR

De otro lado, la estructura de gastos operativos se incrementó en 13.89% en el 2010 y será igual en el 2011. 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. También responde al incremento en depreciaciones y provisiones producto de la adopción de las NIIF.

Dado que la mayoría de las estrategias descritas son de largo plazo, convierte a la estructura operativa más pesada. A diciembre 2010, aproximadamente 71% de los gastos son fijos. En el interino de marzo, dado el ciclo del negocio, la relación es más significativa, pero su presión sobre los ingresos es menor dada la recuperación del margen de ventas.

Con las ventas del siguiente quimestre el margen operativo o margen EBIT mejoraría, igualmente el EBITDA, pero no a niveles históricos. Cabe indicar que el EBITDA de marzo de 7.9%, es menor a diciembre 2010 (8.3%), por la concentración en el segundo semestre de los gastos depreciación y provisiones.

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 5.86 veces.

La aplicación del impuesto a la renta mínimo, desde 2010, eleva la representación de este egreso a niveles históricos. La reducción de este egreso que se observó durante el 2008 y 2009, respondió a un beneficio temporal tributario por el mandato constituyente no. 16 "Mandato Agrario".

Dado los cambios ocurridos en el mercado, sumado a la tendencia en el costo y gastos de la compañía, consideramos que los actuales niveles de rentabilidad son los que se mantendrán en el futuro. A marzo 2011 el ROA neto se ubica en 3.96%, fue 3.89% en dic-10, 5.3% en dic-09.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los activos de la compañía se distribuyen 47% a corto plazo y 53% no corriente. Están financiados de acuerdo al plazo de los mismos. El soporte patrimonial se conserva como una fuente importante de apalancamiento, que se ha fortalecido con los resultados de cada periodo, y en el 2009, con la revalorización de activos fijos, producto de la aplicación de las NIIF, incluso después de absorber pérdidas en activos mantenidos para la venta y el reconocimiento de una provisión por retiro voluntario (que fueron los valores más significativos).

Dentro del activo corriente, inventarios, cuentas por cobrar y caja e inversiones, son en ese orden, los más representativos.

Caja e inversiones está invertido en emisores con bajo riesgo de crédito local.

Las cuentas por cobrar son fundamentalmente a terceros. Están diversificadas considerando que sólo el 31% corresponde a cinco autoservicios y la diferencia se distribuye entre canal asociado y tiendas. La proporción de cuentas vencidas no deterioradas creció en 2010 de 31% a 35%, elevando la rotación del rubro de 31 a 35 días. La recuperación es más rápida en el 2011. La cartera en riesgo (sobre los 61 días de vencido) es apenas de 1.4%, se encuentra apropiadamente cubierta con provisiones.



La rotación de inventarios y activos biológicos de corto plazo, se mueven dentro de lo observado anteriormente, y mejora en el 2011 conforme el comportamiento de las ventas. A dic-09 la rotación fue de 4.1 veces, 3.8 en dic-10, 4.1 en mar-11.

Los activos no corrientes más importantes son propiedades, inversiones en subsidiarias, activos intangibles, activos mantenidos para la venta, activos biológicos. Con excepción de activos biológicos, los demás rubros son de baja o lenta recuperación.

Las propiedades se ajustan a los requerimientos del negocio. La capacidad instalada se encuentra utilizada casi al tope. La maquinaria es flexible a condiciones de empaque y pesos. El rubro está asegurado contra todo riesgo.

De otro lado, cuentan con inversiones financieras de largo plazo, que corresponden a un portafolio de inversión de deuda de emisores internacionales con clasificaciones entre "BBB" y "AAA". El plazo promedio del portafolio es de 2.5 años.

Otras inversiones financieras no corrientes son fondos restringidos y el fideicomiso agrícola.

Fondos restringidos son contratos de coberturas establecidas para mitigar el riesgo de volatilidad de la materia prima (futuros), y para cubrir el riesgo de tasa de interés en una porción de los préstamos contratados a tasas internacionales (swaps).

Los futuros son de compra y representan una exposición abierta, el riesgo estaría dado en caso que la compañía no pueda cubrir la liquidez que requiere el contrato. La exposición de requerimiento de liquidez varía dependiendo del comportamiento de los precios de las materias primas.

En el caso de swap de tasa de interés es una opción de compra calzada con el pasivo financiero. Con ello cubren la porción más grande de deuda financiera contratada a tasa libor, pero se encuentra sin cobertura USD 15 MM que vencen en el 2013.

En caso de desdolarización, la compañía presentaría a la fecha, una exposición cambiaria larga, no cubierta, del 6% del activo y 11.6% del patrimonio, derivada de la proporción de deuda financiera del exterior, que representa un 32% de la deuda financiera global a dic-10. Ello representaría un mayor endeudamiento, pero no se puede establecer el impacto pues dependerá de la capacidad de la compañía de canjear esa deuda y del porcentaje de devaluación de la misma. Consideramos que por la buena reputación de la compañía en los mercados financieros, tendrían posibilidad de trasladar la deuda al mercado nacional.

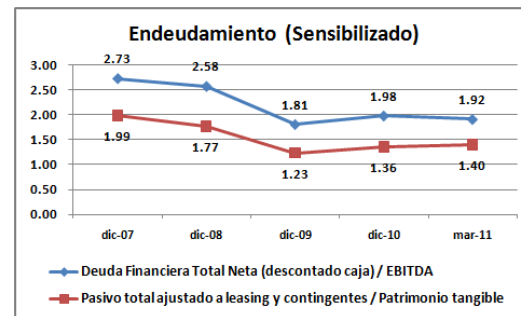
ENDEUDAMIENTO

El pasivo es el 48.6% del apalancamiento total, y el pasivo financiero el 21%.

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.

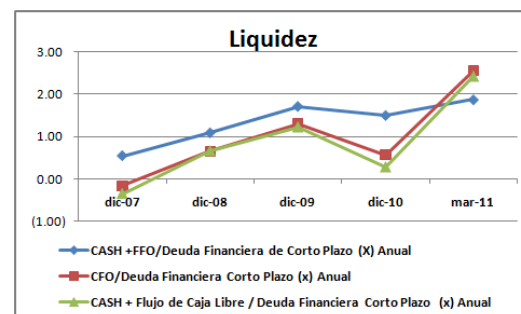
La compañía conserva un endeudamiento moderado y un perfil de vencimientos adecuado con relación a la dinámica de las operaciones (60% de las obligaciones financieras es de mediano plazo). Comparado con la generación actual de la compañía la relación es alta (1.9 veces: 1 deuda financiera total neta / EBITDA), pero debe tomarse en cuenta el plazo de los pasivos, que les da margen para administrar su liquidez.

Por lo anotado en la sección de la gestión operativa, no se prevé que las relaciones anotadas empeoren en el corto plazo.



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 8% del pasivo total. El plazo del programa de papel comercial vence en abril del 2012.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUEDEZ



Consideramos que durante el 2011 el CFO tendrá menor presión de capital de trabajo, en cuentas por cobrar debido a la mejora en la recuperación, además por la no ampliación del impuesto a la renta y fondos restringidos. Lo cual redundará en el fortalecimiento del CFO y del Flujo de Caja Libre,



por lo tanto en un menor requerimiento de refinanciamiento de la deuda.

En diciembre 2010 la compañía requirió financiar un 72% de las obligaciones financieras, se espera que en el 2011 sea un 60%.

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.

A marzo la compañía mantiene cupos de crédito disponibles por USD MM de un total de USD MM.

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 del 1 de junio de 2011, corresponden a los activos totales de PRONACA, excluidos activos pignoralados, activos diferidos, activos en litigio, activos restringidos. A marzo-11 la estructura de la garantía general, es la siguiente:

EMPRESA PRONACA C.A.	mar-11	Activo Pignoralado 31/03/11	Activo Disponible	Activo Diferido / Intangible	Activos Restringidos	Activo Libre
Miles USD						
Total Activo Corriente	210,089	2,800	207,289	-	-	207,289
Fondos Disponibles	24,770		24,770			24,770
Inversiones temporales	4,503		4,503			4,503
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	45,920		45,920			45,920
Inventarios Netos	120,856	2,800	118,056			118,056
Impuestos Diferidos Corrientes	5,456		5,456			5,456
Gastos pagados por anticipado	8,584		8,584			8,584
Total Activo No Corriente	231,298	55,426	175,872	23,014	8,610	144,248
Propiedades	134,605	55,426	79,179			79,179
Activos para la venta	3,266		3,266			3,266
Inversiones en Subsidiarias	51,324		51,324		3,876	47,448
Inversiones en Acciones	12,907		12,907			12,907
Cuentas por Cobrar LP Accion. Relac.	1,448		1,448			1,448
Activos Intangibles	23,014		23,014	23,014		-
Otros Activos No Corrientes	4,734		4,734		4,734	-
ACTIVOS TOTALES	441,387	58,226	383,161	23,014	8,610	351,537
Papel Comercial en circulación						20,000
Titularización de Flujos Futuros en circulación						15,400
Garantía / Títulos en circulación en Mercado Valores (veces)						9.9
Titularización de Flujos Futuros por aprobarse						50,000
Garantía / Títulos en circulación y por aprobarse Mercado Valores (veces)						4.12

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Cuantitativamente la garantía cubre 9.9 veces la obligación de Papel Comercial y la Titularización de Flujos Futuros en circulación. De ingresar al mercado la nueva Titularización de Flujos Futuros la garantía con los activos libres se reduciría a 4.12 veces.

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

RESGUARDO DE ENDEUDAMIENTO PARA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS

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

- i) Mantener aquellos estándares de calidad a los cuales ha estado acostumbrada durante su actividad en el mercado.

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

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

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

El resguardo de la titularización, desde diciembre 08 cuando se colocara en el mercado de valores, hasta marzo 2011, 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.

ANEXO No.1

ENTORNO MACRO ECONÓMICO

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD M ill 2000)	21,962	22,430	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (M ill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB%	32.3	30.2	25.2	19.2	15.3
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-9.6	prov 3.71
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.2	-0.1	-1.1	-4.8	-1.50
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinería de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-1160%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008

(6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITCH	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Preocupa principalmente la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye una amenaza para el sector real de la economía.

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones



mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100,00) y los desembolsos de los créditos externos.

Elaboración: BWR

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador



EMPRESA: PRONACA C.A.

Quito, ECUADOR	2007	2008	2009	2010	mar-11
RESULTADOS					
Ventas	486,591	583,727	615,779	648,489	155,513
% crecimiento	19.96%	5.49%	5.31%	5.31%	-4.08%
Costos	-383,379	-469,657	-498,713	-530,657	-125,769
% crecimiento	22.50%	6.19%	6.41%	6.41%	-5.20%
MARGEN BRUTO (%)	21.21%	19.54%	19.01%	18.17%	19.13%
Otros Ingresos Operativos	0	0	1,156	1,324	0
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,671	54,279	57,719	53,660	12,310
MARGEN EBITDA (%)	10.00%	9.30%	9.37%	8.27%	7.92%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	48,671	54,279	57,719	53,660	12,310
MARGEN EBITDAR (%)	10.00%	9.30%	9.37%	8.27%	7.92%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	19,250	19,878	16,548	22,261	4,868
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	29,421	34,401	41,171	31,399	7,442
MARGEN EBIT (%)	6.05%	5.89%	6.69%	4.84%	4.79%
Gasto Financiero del período	-7,314	-13,851	-10,880	-8,917	-2,102
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.50%	2.37%	1.76%	1.37%	1.35%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7.40%	10.15%	8.90%	8.44%	8.37%
Impuestos a la renta	-4,860	-1,652	-3,764	-5,582	-1,218
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	22.74%	8.47%	13.33%	23.36%	21.42%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	10.61%	23.35%	3.95%	7.74%	6.09%
UTILIDAD NETA	16,508	17,855	22,882	18,726	4,468
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3.39%	3.06%	3.71%	2.88%	2.87%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	9.89%	10.78%	7.50%	7.38%	7.38%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4.59%	5.31%	3.89%	3.96%	3.96%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	39,423	45,491	42,971	40,017	10,164
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-57,918	4,097	16,866	-16,410	12,936
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-18,495	49,588	59,837	23,607	23,100
Inversión en Activos Fijos	-22,932	-22,784	-19,880	-18,282	-5,246
Otras Inversiones, Neto	-15,858	-16,395	-18,899	-19,258	-4,075
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-57,285	10,409	21,058	-13,933	13,779
Variación Neta de Deuda Financiera	67,975	6,944	-34,117	1,269	-13,696
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	-4,663	-1,090	0	0	0
Pago de Dividendos	-5,837	-2,228	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	0	316	9,093	819	1,253
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	190	14,351	-3,966	-11,845	1,336
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	48,671	54,279	57,719	53,660	12,310
(-) Gasto Financiero del período	-7,314	-13,851	-10,880	-8,917	-2,102
(-) Impuesto a la renta del período	-4,860	-1,652	-2,173	-5,582	-1,218
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	36,497	38,776	44,666	39,161	8,990
(-) Variación Capital de Trabajo	-57,918	4,097	16,866	-16,410	12,936
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-21,421	42,873	61,532	22,751	21,926
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	2,731	5,580	1,115	1,850	346
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-3,470	-6,623	-3,169	-435	0
(+ o -) Ajustes no operativos que no fueron flujo	3,665	7,758	359	-559	828
(-) disminución en capital en efectivo en el período	0	0	0	0	0
(-) devolución de aportes para futuras capitalizaciones en el período	-4,663	-1,090	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-5,837	-2,228	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-22,932	-22,784	-19,880	-18,282	-5,246
(-) Otras Inversiones neto	-15,858	-16,395	-18,899	-19,258	-4,075
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	26,891	41,751	37,814	25,969	29,273
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	7.5%	6.6%	7.2%	6.0%	5.8%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	48,671	54,279	57,719	53,660	12,310
BALANCE PRONACA C.A.					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)					
Activos Totales	376,314	400,983	460,199	503,618	441,387
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	117,383	74,284	48,161	43,524	34,911
Pasivo financiero Largo Plazo	15,618	65,562	56,559	62,982	59,442
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados deuda financiera	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	133,001	139,846	104,720	106,506	94,353
Pasivos con Proveedores	29,885	35,553	60,414	77,945	63,270
Otros Pasivos	36,579	41,296	54,695	60,107	40,059
Pasivos Totales	199,465	216,695	219,829	244,558	197,682
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	176,961	184,288	240,370	259,060	243,705
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	100,362	122,349	178,150	179,908	140,972
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	76,599	61,939	62,220	79,152	102,733
Capitalización ****	309,962	324,134	345,090	365,566	338,058
Contingentes	8,960	8,814	9,949	10,161	10,127
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignoralos	55,119	48,422	99,354	94,836	58,226
Activos diferidos	25,394	24,824	12,192	12,206	23,014
Inventarios perecibles	0	0	118,873	136,497	0
Otros activos que deban ser restados (Fondos Restringidos y Derechos Fiduciarios)	0	0	866	8,163	8,610
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	295,801	327,737	229,780	260,079	360,147
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	295,801	327,737	228,914	251,916	351,537
Emisión de Obligaciones en Circulación	10,000	27,440	27,700	36,660	35,400
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	29.58	11.94	8.26	6.87	9.93



EMPRESA: PRONACA C.A.

(Miles de USD)

	2007	2008	2009	2010	mar-11
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.65	3.92	5.31	6.02	5.86
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.52	2.27	3.48	3.97	3.36
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.65	3.92	5.31	6.02	5.86
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	5.99	3.80	5.11	5.39	5.28
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-1.93	4.10	6.66	3.55	11.43
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.99	3.80	5.11	5.39	5.28
CFO/cargos fijos	-1.93	4.10	6.66	3.55	11.43
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.73	2.58	1.81	1.98	1.92
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	2.18	1.81	1.16	1.50	1.32
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3.64	3.61	2.34	2.72	2.62
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.43	0.43	0.30	0.29	0.28
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.67	0.65	0.48	0.44	0.48
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.99	1.77	1.23	1.36	1.40
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.99	1.77	1.23	1.36	1.40
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.33	1.14	0.59	0.59	0.67
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.88	0.53	0.46	0.41	0.37
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.31	0.52	0.93	0.90	1.03
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.32	1.62	1.28	2.15	1.85
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.54	1.08	1.71	1.50	1.87
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.16	0.65	1.30	0.57	2.55
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-0.77	1.79	1.76	1.25	4.52
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.35	0.66	1.22	0.28	2.42
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-2.20	3.39	2.66	0.86	5.66
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	34,638	88,317	93,464	99,941	94,001
Liquidez Acida (x)	0.46	0.71	0.99	0.92	1.05
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.43	0.66	0.72	0.63	0.65
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.02	1.02	0.99	0.97	1.06
Patrimonio / Activo Total (x)	0.47	0.46	0.52	0.51	0.55
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10.12	12.08	11.30	10.33	12.65
Días de cuentas por cobrar	35.57	29.80	31.85	34.85	28.46
Rotación de inventarios (x)	3.04	3.70	4.11	3.79	4.16
Días de inventarios	118.43	97.29	87.55	95.08	86.48
Rotación de cuentas por pagar (x) Incorpora deuda comercial financiera	7.69	13.21	8.25	6.81	7.95
Días de cuentas por pagar	46.84	27.25	43.61	52.88	45.28
Rotación Capital de Trabajo	11.07	5.32	5.34	5.31	5.35
Días de Capital de Trabajo	32.53	67.70	67.47	67.80	67.27
Días de Ciclo de Operación	-74.63	-32.14	-8.32	-9.26	-2.40
Activo corriente / Pasivo corriente	1.21	1.67	1.76	1.73	1.81

(x) Índice expresado en número de veces

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.