



Ecuador
Papel Comercial

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Calificaciones

| Tipo Instrumento | Monto Autoriz. | Monto Circul. Ago/11 | Vcto. | Calif. Inicial | Calif. Actual | Fecha Último Cambio Calif. |
|----------------------------|----------------|----------------------|--------|----------------|---------------|----------------------------|
| Fid. Tit. Flujos I | | | | | | |
| Serie A | USD \$ 15 MM | USD \$ 2,7 MM | dic-11 | AAA | AAA | NR |
| Serie B | USD \$ 20 MM | USD \$ 10 MM | mar-13 | AAA | AAA | NR |
| Fid. Tit. Flujos II | | | | | | |
| Serie A | USD \$ 8 MM | USD \$ 8 MM | nov-14 | AAA | AAA | NR |
| Serie B | USD \$ 12 MM | USD \$ 12 MM | ago-15 | AAA | AAA | NR |
| Serie C | USD \$ 5 MM | 0 | 6 años | AAA | AAA | NR |
| Serie D | USD \$ 5 MM | USD \$ 10 M | jul-17 | AAA | AAA | NR |
| Serie E | USD \$ 10 MM | 0 | 6 años | AAA | AAA | NR |
| Serie F | USD \$ 10 MM | 0 | 6 años | AAA | AAA | NR |
| Papel Comercial | USD \$ 20 MM | USD \$ 20 MM | abr-12 | AA+ | AA+ | NR |

Con base en los estados financieros auditados de los años 2009 y 2010, y los estados financieros internos e información adicional con corte a Agosto 2011, de Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió otorgar la calificación de "AA+" al programa de Papel Comercial 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 su habilidad para manejar entornos de menor crecimiento económico y mayor competencia.

Entre sus fortalezas están el posicionamiento de la marca PRONACA y la compañía como tal en el mercado ecuatoriano, así como, la participación e importancia de la compañía en la economía del País.

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. Consideramos que las estrategias administrativas funcionan bajo parámetros técnicos y dentro de una adecuada dinámica, la misma que ha permitido mantener la sólida estructura financiera de la empresa.

Los actuales márgenes siguen siendo adecuados para sostener el negocio. Se esperaría que estos márgenes al menos se mantengan en el tiempo. La diversificación de

| Programa Papel Comercial | | |
|--|--|------------------------|
| Emisor: | PRONACA C.A. | |
| Monto Programa: | USD\$ 20,000,000.00 | |
| Plazo Programa: | 720 días | |
| Clases | Monto por Clase (miles de US\$) | Plazo por Clase |
| 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 Obligacionista: | Goldenbond S.A. | |
| Fecha autorización Programa: | 04/05/2010 | |
| Fecha vencimiento Programa: | 23/04/2012 | |

Actividad del Emisor:

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.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador.
pintop@bankwatchratings.com
(593-2) 222-2323

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

FECHA COMITE: Octubre 31 / 2011

ESTADOS FINANCIEROS A : Agosto 31/ 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.

líneas de producción sustenta el crecimiento de los ingresos.

A partir del 2007 el EBITDA de Pronaca ha mostrado un comportamiento decreciente relacionado al costo de sus materias primas, esta volatilidad se ha reducido gracias a las medidas adoptadas para mitigar el incremento de costos de las mismas. Se esperaría que el EBITDA sea más estable en el tiempo.

A pesar de que en algunos períodos Pronaca requiere de capital de trabajo para financiar inventarios, estas necesidades se han regularizado, generando desde el 2008, flujos de caja operativos positivos, los mismos que han permitido realizar importantes inversiones en CAPEX en la empresa, otras importantes en subsidiarias, y reducir deuda, con excepción del 2010.

Cabe anotar que PRONACA actúa como tesorera central de las empresas en las que invierte y de empresas relacionadas por accionistas a las que soporta con liquidez en caso de necesidad.

La capacidad de generación de la empresa, una deuda más pequeña en relación al 2007 y 2008, y una reestructuración de pasivos a largo plazo, han permitido relajar los indicadores de liquidez.

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

La Administración de PRONACA todavía no ha desarrollado una política que limite el endeudamiento y promueva la recuperación de la liquidez entregada a empresas relacionadas. La generación de dichas empresas ha sido lenta y los retornos para Pronaca son inciertos.

Sin embargo, los niveles de endeudamiento de Pronaca se han manejado durante los últimos años dentro de parámetros conservadores tanto en relación a su generación (EBITDA) como en relación al patrimonio tangible, lo cual le proporciona cierta flexibilidad financiera. Se esperaría que en el corto plazo los indicadores de liquidez se presionen a los niveles de los últimos años sin alcanzar aquellos registrados en el 2007.

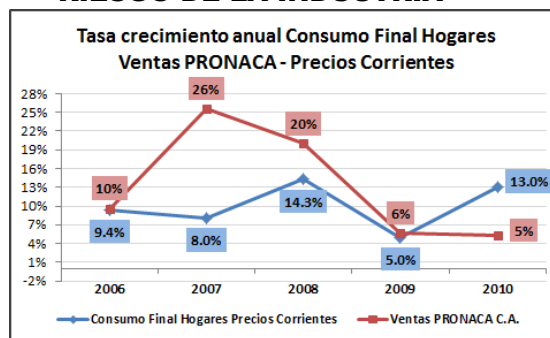
HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES DEL EMISOR

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.

ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver anexo 1.

RIESGO DE LA INDUSTRIA



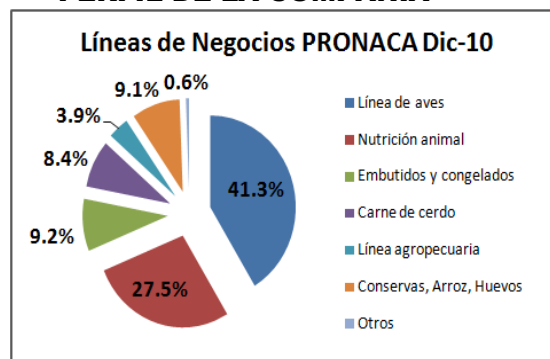
Los riesgos de la Industria son: importante competencia, volatilidad en el precio y en la oferta de las materias primas agrícolas, dependencia del crecimiento económico.

El actual gobierno nacional impulsa políticas de protección al mercado alimenticio nacional que ha incentivado la producción local y por ende una mayor competencia.

La industria está expuesta a volatilidad en el precio y en la oferta de las materias primas agrícolas que requiere, debido a una alta dependencia de esos que son sensibles a factores climatológicos, nivel de producción, precios, y nivel de aranceles locales e internacionales.

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

PERFIL DE LA COMPAÑIA



Fuente: Pronaca C.A.
Elaboración: BWR

PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, importante empleadora del país, y una de las de mayor volumen en ventas a nivel nacional. La calidad y valor agregado en sus productos, junto con la experiencia en la integración con proveedores y compradores, les ha permitido consolidar su presencia y prestigio en el mercado local.

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. La compañía mitiga este riesgo mediante la planificación de compras internacionales protegidas con opciones y futuros. Localmente a través del programa denominado proveedores agrícolas 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 Colombia - Bogotá | 95 | Carnes listas | Colombia | Local |
| Inaexpo Ecuador | 100 | Palmito y alcachofa | Ecuador | Exterior y local. |
| Inaexpo Brasil (Subsidiaria Inaexpo Ecuador) | | Palmito | Brasil | Local |
| Pronaca Europa | 100 | Oficina Comercial | España | Busqueda mercados europeos |
| Inmogra | 100 | Inmobiliaria | Ecuador | Local |
| Inversiones en Asociadas | % de Tenencia | Producto | País | Destino |
| Produastro | 53.54 | Hidroeléctrica | Ecuador | Local |
| Acuaespecies | 100 | Camaron | Ecuador | No activa - local |
| Florpaper | 100 | Bosques | Ecuador | En desarrollo |
| Crídec | 99.99 | | Ecuador | |
| Gralarcam | 81 | | Ecuador | |
| Cupesmar | 100 | | Ecuador | |
| Otras menores | 100 | | Ecuador | |
| Inversiones Financieras | % de Tenencia | Producto | País | Destino |
| Derechos Fiduciarios Fideic. Agroinversiones | 74.39 | Fondo Financiero | Ecuador | Otorgar crédito a proveedores integrados. |

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.

Ninguna compañía del grupo tiene comité de empresa ni ha experimentado problemas laborales.

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 desarrollo de las subsidiarias no está totalmente expresado 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, la participación en el balance de Pronaca, de estas inversiones más cuentas por cobrar a ellas, continúa creciendo, alcanza el 12.95% del activo. Además, PRONACA es garante de pasivos de estas compañías en un monto que representa el 1.86% de su balance.

Inaexpo Ecuador y Pronaca Colombia recibieron nuevas aportaciones de capital durante el 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.

En las inversiones en subsidiarias, 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. Igual comportamiento esperan en el 2011.

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. Para el 2011 arrojaría utilidad.

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) Ago-11 | 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 al menos una parte de los resultados generados por PRONACA. Con ello han consolidado una de sus más importantes fortalezas. La intención de los accionistas es mantener esta política.

Estrategia 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.

■ ESTRATEGIA DE 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.

La plana 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.

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 y mercados geográficos de la compañía madre que es PRONACA, no obstante los resultados demuestran que por el momento su fortaleza está en el mercado local ya que su actividad en mercados internacionales se está consolidando.

Comercialmente, en el mediano plazo, PRONACA buscará profundizar en productos de generación confiable por tener participación 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. Las ventas de la compañía alcanzarían 10% de crecimiento por año entre 2012 y 2014.

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, con ello han reducido la volatilidad del margen de ventas.

Desde el 2008 la política de endeudamiento ha sido reducir el descalce de plazo entre activos y pasivos, asimismo el costo financiero, mediante la reestructuración de sus obligaciones hacia el mediano y largo plazo, a través del mercado de valores ecuatoriano y líneas de crédito internacionales.

La capitalización de la empresa se ha hecho históricamente, en su mayor parte con patrimonio generado por la misma empresa, lo que ha permitido mantener una sana estructura financiera.

Conforme la auditora externa, la provisión para jubilación patronal, desahucio y retiro voluntario, se encuentran al día, se realiza con base en estudios actuariales y lo estipulado en el código de trabajo. En agosto 2011 el número de empleados de PRONACA y Grupo es 6290 y 7321, en ese orden.

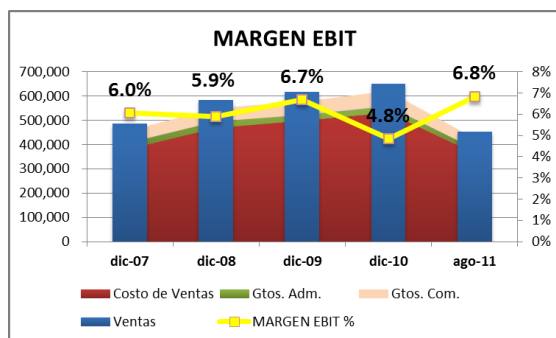
■ PERFIL FINANCIERO

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 NIIF a agosto 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.

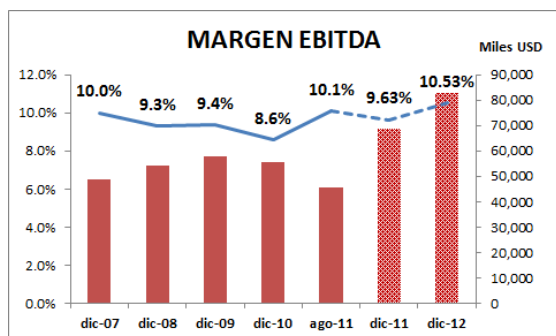
Esto generó cambio de los indicadores evaluados del 2009, y hace que las razones de los periodos subsiguientes no sean comparables con su historia. No obstante de ello, la Calificadora considera que las modificaciones contables no alteraron estructuralmente la posición de la compañía.

GESTION OPERATIVA



Fuente: Balance PRONACA

Elaboración: BWR



Fuente: Balance PRONACA

Elaboración: BWR

El EBITDA de PRONACA es de buena calidad por originarse fundamentalmente en ingresos operativos. La compañía mantiene una buena capacidad para generar ingresos y sortear condiciones de mercado. La estrategia para mitigar la volatilidad del costo de ventas es positiva. El control en la gestión operacional apuntala en la recuperación del margen operacional y el resultado neto.

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, esto es de al menos 7% versus 5.4%.

Los ingresos a agosto 2011 incorporan un crecimiento de 10.6% respecto igual periodo del 2010, y constituyen el 69% de las ventas totales de ese año. Este comportamiento se sustenta en la ampliación de precios y volúmenes, y no incorpora el periodo alto de ventas del segundo semestre del año.

La estrategia de control del precio de sus materias primas resulta en un crecimiento del costo de ventas menor al de sus ingresos, que esperamos se mantenga hasta fin de año.

La estructura anual de gastos operativos sostiene un crecimiento importante de 9.6% comparado con comportamiento histórico en esta línea e ingresos, sin embargo, la ampliación es menor al 14% observado en el 2010. 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.

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 13%, lo que significa que tienen una adecuada cobertura de 7.82 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".

Consideramos que las estrategias implementadas por la compañía fundamentarán la recuperación de la rentabilidad en el corto plazo, manteniéndose en estos niveles en el mediano plazo. A agosto 2011 el ROA neto se ubica en 6.56%, fue 3.89% en dic-10, 5.3% en dic-09.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los activos de la compañía se distribuyen 44% a corto plazo y 56% 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 e internacional.

Las cuentas por cobrar son fundamentalmente a terceros y están diversificadas considerando que sólo el 16.3% corresponde a cinco autoservicios, la diferencia se distribuye entre canal asociado y tiendas. La relación de cartera en riesgo (sobre los 61 días de vencido) no supera el 2% del rubro; se encuentra apropiadamente cubierta con provisiones. Es un activo de corto plazos. Las mejores condiciones en la economía favorecen a una recuperación más rápida de la cartera en el 2011, 26 días frente a 35 días en 2010 y 31 días en 2009.

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 4.3 veces, 3.8 en dic-10, 4.1 en dic-09.

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.

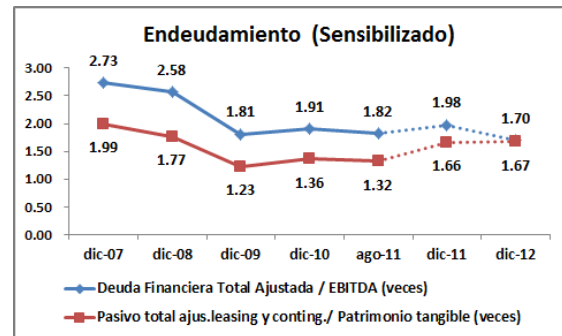
En el caso de swap de tasa de interés es una opción de compra calzada con el pasivo financiero. Con ello cubren la porción más grande de deuda financiera contratada a tasa libor, pero se encuentra sin cobertura USD 15 MM que vencen en el 2013.

En caso de desdolarización, la compañía presentaría a la fecha, una exposición cambiaria larga, no cubierta, del 8.6% del activo y 15.9% del patrimonio, derivada de la proporción de deuda financiera del exterior, que representa un 36.7% de la deuda financiera global a ago-11. 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 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 pasivo financiero representa el 51% del pasivo total de la compañía, éste tiene un perfil de vencimientos adecuado con relación a la dinámica de las operaciones (58% de las obligaciones financieras es de mediano plazo).



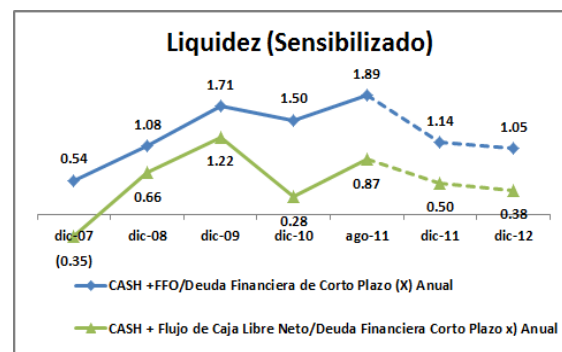
El gráfico muestra que el endeudamiento de la empresa se ha ido reduciendo en el tiempo y que estos desde el 2009 se mantienen en niveles conservadores tanto en relación al EBITDA como en relación al patrimonio tangible, al que se le ha restado el valor de las inversiones en activos intangibles, diferidos, inversiones en relacionadas y subsidiarias.

Este comportamiento se explica en la estabilización del EBITDA y una mayor capitalización de resultados entre el 2009 y 2010, disminuyendo las necesidades de deuda financiera. La empresa con sus propios flujos ha sido capaz de cubrir todas sus necesidades de capital de trabajo, de hacer sus inversiones en CAPEX, y se ha endeudado para completar las inversiones en relacionadas.

En función de las proyecciones se esperaría que la deuda se incremente en niveles inferiores al 2007.

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 8.2% del pasivo total. El plazo del programa de papel comercial vence en abril del 2012.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



El fortalecimiento de la gestión operativa producto de estrategias estables, y una menor presión de capital de trabajo, redundarán en el fortalecimiento del CFO y del Flujo de Caja Libre, que históricamente son positivos. La necesidad de refinanciamiento sin embargo dependerá de factores estratégicos pero podría mantenerse en alrededor de un 60% considerando las inversiones en relacionadas y los requerimientos de inventarios del segundo semestre del 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 buen crédito en el sistema financiero local e internacional, y la disponibilidad de cupos de líneas de crédito en función de su situación financiera.

▪ **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA**

La garantía del programa de Papel Comercial 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 pignorados, activos diferidos, activos en litigio, activos restringidos. La estructura de la garantía general en agosto-11 es la siguiente:

| EMPRESA PRONACA C.A. | ago-11 | Activo Pignorado 31/08/11 | Activo Disponible | Activo Diferido / Intangible | Activos Restringidos | Activo Libre |
|--|----------------|---------------------------|-------------------|------------------------------|----------------------|----------------|
| Miles USD | | | | | | |
| Total Activo Corriente | 237,944 | 4,250 | 233,694 | - | - | 233,694 |
| Fondos Disponibles | 42,103 | | 42,103 | | | 42,103 |
| Inversiones Financieras | 5,998 | | 5,998 | | | 5,998 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales netas | 45,952 | | 45,952 | | | 45,952 |
| Inventarios Neto | 94,581 | 4,250 | 90,331 | | | 90,331 |
| Activos Biológicos Corrientes | 33,318 | | 33,318 | | | 33,318 |
| Impuestos Corrientes | 11,136 | | 11,136 | | | 11,136 |
| Gastos pagados por anticipado | 4,856 | | 4,856 | | | 4,856 |
| Total Activo No Corriente | 292,760 | 143,147 | 149,613 | 12,357 | 9,417 | 127,839 |
| Propiedades | 177,981 | 143,147 | 34,834 | | | 34,834 |
| Activos para la venta | 3,266 | | 3,266 | | | 3,266 |
| Activos Biológicos No Corrientes | 8,486 | | 8,486 | | | 8,486 |
| Propiedades de inversión | 157 | | 157 | | | 157 |
| Inversiones en Subsidiarias | 58,393 | | 58,393 | | | 58,393 |
| Inversiones en Acciones | 8,812 | | 8,812 | | | 8,812 |
| Cuentas por Cobrar LP Accion.Relac. | 1,498 | | 1,498 | | | 1,498 |
| Activos Intangibles | 12,357 | | 12,357 | 12,357 | | - |
| Inversiones Financieras | 14,541 | | 14,541 | | 9,417 | 5,124 |
| Impuestos Diferidos | 5,612 | | 5,612 | | | 5,612 |
| Otros Activos No Corrientes | 1,657 | | 1,657 | | | 1,657 |
| ACTIVOS TOTALES | 530,704 | 147,397 | 383,307 | 12,357 | 9,417 | 361,533 |
| Papel Comercial en circulación | | | | | | 20,000 |
| Titularizaciones de Flujos Futuros en circulación | | | | | | 32,710 |
| Garantía / Títulos en circulación en Mercado Valores (veces) | | | | | | 6.86 |

El monto emitido no excede el límite de 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Cuantitativamente la garantía cubre 6.9 veces la obligación de Papel Comercial y las Titularizaciones de Flujos Futuros en circulación. 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 agosto 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.

PRONACA ha colocado la totalidad de los montos aprobados:

- a) Nov-03, Emisión obligaciones generales, USD 10 MM, 1080 días.
- b) Jul-06, Papel Comercial, USD 10 MM, 720 días.
- c) Dic-08, Titularización Flujos Futuros, USD 35 MM, serie A 1080 días, serie B 1530 días.
- d) May-10, Papel Comercial, USD 20 MM, 720 días.
- e) 29-Ago-11, Segunda Titularización Flujos Futuros, aprobada por USD 50 MM y colada USD 20 MM hasta el fin de agosto.

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 hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del

Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | interino 2011 |
|--|--------|--------|--------|--------|---------------|
| PIB (USD Mill 2000) | 22,410 | 24,032 | 24,119 | 24,983 | 26,292 |
| Inc. PIB (Mill.2000)% | 2.04 | 7.24 | 0.36 | 3.60 | 5.24 |
| Inc.anual oferta y demanda global% | 3.90 | 8.10 | -3.60 | 7.40 | 4.13 prev. |
| Inflación Anual % | 3.32 | 8.83 | 4.31 | 3.33 | 4.84** |
| Deuda total del Gobierno/PIB% | 30.49 | 25.34 | 19.67 | 23.40 | 20.1*** |
| Deuda externa del Gobierno/PIB% | 23.90 | 19.19 | 14.39 | 15.22 | 13.3*** |
| Deuda interna del Gobierno/PIB % | 6.59 | 6.15 | 5.28 | 8.18 | 6.8*** |
| Cuenta Corriente/PIB % | 3.60 | 2.0 | -0.35 | -3.31 | |
| Presupuesto General del Estado/PIB % | -0.10 | -1.10 | -5.07 | -1.95 | |
| Ingreso Sector Público/PIB % | 29.56 | 40.70 | 35.33 | 39.98 | 45.73**** |
| Gasto Corriente Gobierno/PIB% | 20.10 | 27.20 | 26.80 | 29.20 | 31.92**** |
| Inversión del Gobierno /PIB% | 7.49 | 12.91 | 12.84 | 12.45 | 12.96**** |
| Precio del Petroleo/ barril USD (ref) | 72.70 | 97.70 | 64.00 | 84.50 | 79.07***** |
| *estimación BCE | | | | | |
| **inflación anual a agosto/2011 | | | | | |
| *** deuda a juli 2011 PIB corriente proyectado de 65.145MM | | | | | |
| ****anualizado con cifras hasta mayo 2011/PIB corriente proyectado | | | | | |
| *****sept 23/2011 | | | | | |

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

| sectores | 1T2010/1T2009 | 1T2011/1T2010 |
|---------------------------|---------------|---------------|
| Refinación de Petróleo | -27.9% | 43.2% |
| Electricidad y Agua | -15.2% | 30.7% |
| Construcción | 5.9% | 17.5% |
| Comercio | 3.8% | 6.3% |
| Servicios | 1.9% | 11.7% |
| Intermediación Financiera | 10.9% | 13.4% |
| Agricultura/Ganadería | -1.5% | 3.3% |
| Pesca | 3.7% | 7.6% |

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

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 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

| Comercio Exterior | 2010 | 1T2010 | 1T2011 |
|-------------------|-------|--------|--------|
| Importaciones | 16.3% | 8.0% | 8.0% |
| Exportaciones | 2.3% | -3.1% | 10.8% |

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

| | 1T2010/1T2009 | 1T2011/1T2010 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|
| Formación Bruta de Capital | 2.7% | 16.7% |
| Consumo de Hogares | 3.4% | 7.6% |
| Consumo de Administraciones Públicas | 0.3% | 2.7% |

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013.....

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la



SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvente. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es el proyecto de Ley de “Control de Poder de Mercado”.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

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

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.

EMPRESA: PRONACA C.A.

(Miles de USD)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | ago-11 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| RESULTADOS | | | | | |
| Ventas | 486,591 | 583,727 | 615,779 | 648,489 | 454,006 |
| % crecimiento | 19.96% | 5.49% | 5.49% | 5.31% | 5.01% |
| Costos | -383,379 | -469,657 | -498,713 | -530,657 | -364,015 |
| % crecimiento | 22.50% | 6.19% | 6.41% | 2.90% | |
| MARGEN BRUTO (%) | 21.21% | 19.54% | 19.01% | 18.17% | 19.82% |
| Otros Ingresos Operativos | 0 | 0 | 1,156 | 1,324 | 0 |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 48,671 | 54,279 | 57,719 | 55,706 | 45,729 |
| MARGEN EBITDA (%) | 10.00% | 9.30% | 9.37% | 8.59% | 10.07% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 48,671 | 54,279 | 57,719 | 55,706 | 45,729 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 10.00% | 9.30% | 9.37% | 8.59% | 10.07% |
| Cuota leasing del período | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos) | 19,250 | 19,878 | 16,548 | 24,307 | 14,784 |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 29,421 | 34,401 | 41,171 | 31,399 | 30,945 |
| MARGEN EBIT (%) | 6.05% | 5.89% | 6.69% | 4.84% | 6.82% |
| Gasto Financiero del período | -7,314 | -13,851 | -10,880 | -8,917 | -5,844 |
| Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos | 1.50% | 2.37% | 1.76% | 1.37% | 1.29% |
| Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing) | 7.40% | 10.15% | 8.90% | 8.44% | 7.57% |
| Impuestos a la renta | -4,860 | -1,652 | -3,764 | -5,582 | -4,143 |
| Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos | 22.74% | 8.47% | 13.33% | 23.36% | 16.01% |
| Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones | 10.61% | 23.35% | 3.95% | 7.74% | 3.69% |
| UTILIDAD NETA | 16,508 | 17,855 | 22,882 | 18,726 | 21,678 |
| Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos | 3.39% | 3.06% | 3.71% | 2.88% | 4.77% |
| Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual | | 9.89% | 10.78% | 7.50% | 12.33% |
| Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual | | 4.59% | 5.31% | 3.89% | 6.56% |
| 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 | 42,063 | 36,261 |
| Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo) | -57,918 | 4,097 | 16,866 | -18,456 | -1,493 |
| Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos) | -18,495 | 49,588 | 59,837 | 23,607 | 34,768 |
| Inversión en Activos Fijos | -22,932 | -22,784 | -19,880 | -18,282 | -17,281 |
| Otras Inversiones, Neto | -15,858 | -16,395 | -18,899 | -19,258 | -17,381 |
| Flujo de Caja Operativo después de Inversiones | -57,285 | 10,409 | 21,058 | -13,933 | 106 |
| Variación Neta de Deuda Financiera | 67,975 | 6,944 | -34,117 | 1,269 | 18,199 |
| 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 | 1,099 |
| Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período | 190 | 14,351 | -3,966 | -11,845 | 19,404 |
| Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO) | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 48,671 | 54,279 | 57,719 | 55,706 | 45,729 |
| (-) Gasto Financiero del período | -7,314 | -13,851 | -10,880 | -8,917 | -5,844 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -4,860 | -1,652 | -2,173 | -5,582 | -4,143 |
| (-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(| 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | 36,497 | 38,776 | 44,666 | 41,207 | 35,742 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | -57,918 | 4,097 | 16,866 | -18,456 | -1,493 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | -21,421 | 42,873 | 61,532 | 22,751 | 34,249 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 2,731 | 5,580 | 1,115 | 1,850 | 956 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | -3,470 | -6,623 | -3,169 | -435 | -177 |
| (+ o -) Ajustes no operativos que no fueron flujo | 3,665 | 7,758 | 359 | -559 | -260 |
| (-) 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 | -17,281 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | -51,927 | 23,486 | 39,957 | 5,325 | 17,487 |
| (-)Otras Inversiones neto | -15,858 | -16,395 | -18,899 | -19,258 | -17,381 |
| Otros | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (FCN) Flujo de Caja Neto | -67,785 | 7,091 | 21,058 | -13,933 | 106 |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | 67,975 | 6,944 | -34,117 | 1,269 | 18,199 |
| OTROS FINANCIAMIENTO NETO | 0 | 316 | 9,093 | 819 | 1,099 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | 190 | 14,351 | -3,966 | -11,845 | 19,404 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE) | 26,701 | 27,400 | 41,780 | 37,814 | 25,969 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE | 26,891 | 41,751 | 37,814 | 25,969 | 45,373 |
| FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%) | 7.50% | 6.64% | 7.24% | 6.34% | 7.87% |
| (-) 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 | 55,706 | 45,729 |
| BALANCE PRONACA C.A. | | | | | |
| CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO) | 26,891 | 41,751 | 37,814 | 25,969 | 45,373 |
| Activos Totales | 376,314 | 400,983 | 460,199 | 503,618 | 530,704 |
| Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES) | 117,383 | 74,284 | 48,161 | 43,524 | 52,343 |
| Pasivo financiero Largo Plazo | 15,618 | 65,562 | 56,559 | 62,982 | 72,702 |
| 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 | 125,045 |
| Pasivos con Proveedores | 29,885 | 35,553 | 60,414 | 77,945 | 41,879 |
| Otros Pasivos | 36,579 | 41,296 | 54,695 | 60,107 | 76,885 |
| Pasivos Totales | 199,465 | 216,695 | 219,829 | 244,558 | 243,809 |
| Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria) | 176,961 | 184,288 | 240,370 | 259,060 | 286,896 |
| PATRIMONIO TANGIBLE | 100,362 | 122,349 | 178,150 | 179,908 | 184,232 |
| Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible | 76,599 | 61,939 | 62,220 | 79,152 | 102,664 |
| Capitalización **** | 309,962 | 324,134 | 345,090 | 365,566 | 411,941 |
| Contingentes | 8,960 | 8,814 | 9,949 | 10,161 | 9,897 |
| Pasivos fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| GARANTÍA GENERAL | | | | | |
| Activos Pignorados | 55,119 | 48,422 | 99,354 | 94,836 | 143,146 |
| Activos diferidos | 25,394 | 24,824 | 12,192 | 12,206 | 12,357 |
| Inventarios perecibles | 0 | 0 | 118,873 | 136,497 | |
| Otros activos que deban ser restados (Fondos Restringidos y Derechos Fiduciarios) | 0 | 0 | 866 | 8,163 | 9,417 |
| Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones | 295,801 | 327,737 | 229,780 | 260,079 | 375,201 |
| Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado | 295,801 | 327,737 | 228,914 | 261,916 | 365,784 |
| Emisión de Obligaciones en Circulación | 10,000 | 27,440 | 27,700 | 36,660 | 52,710 |
| Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación | 29.58 | 11.94 | 8.30 | 7.09 | 7.12 |
| Límite Legal para Emitir Obligaciones | 236,641 | 262,190 | 183,824 | 208,063 | 300,161 |
| Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado | 29.58 | 11.94 | 8.26 | 6.87 | 6.94 |

FECHA COMITE: Octubre 31 / 2011
ESTADOS FINANCIEROS A : Agosto 31/ 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.

EMPRESA: PRONACA C.A.

(Miles de USD)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | ago-11 |
|--|--------|--------|--------|--------|---------|
| INDICADORES FINANCIEROS | | | | | |
| COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING | | | | | |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x) | 6.65 | 3.92 | 5.31 | 6.25 | 7.82 |
| (EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x) | 3.52 | 2.27 | 3.48 | 4.20 | 4.87 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x) | 6.65 | 3.92 | 5.31 | 6.25 | 7.82 |
| FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera | 5.99 | 3.80 | 5.11 | 5.62 | 7.12 |
| CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) | -1.93 | 4.10 | 6.66 | 3.55 | 6.86 |
| FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 5.99 | 3.80 | 5.11 | 5.62 | 7.12 |
| CFO/cargos fijos | -1.93 | 4.10 | 6.66 | 3.55 | 6.86 |
| APALANCAMIENTO | | | | | |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera | 2.73 | 2.58 | 1.81 | 1.91 | 1.82 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ | 2.18 | 1.81 | 1.16 | 1.45 | 1.16 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x) | 3.64 | 3.61 | 2.34 | 2.58 | 2.33 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%) | 0.43 | 0.43 | 0.30 | 0.29 | 0.30 |
| Deuda Relacionada / Pasivo Total (%) | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x) | 0.67 | 0.65 | 0.48 | 0.44 | 0.51 |
| Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x) | 1.99 | 1.77 | 1.23 | 1.36 | 1.32 |
| Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X) | 1.99 | 1.77 | 1.23 | 1.36 | 1.32 |
| Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X) | 1.33 | 1.14 | 0.59 | 0.59 | 0.68 |
| porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior | 0.00% | 63.78% | 2.77% | 0.16% | 0.00% |
| LIQUIDEZ | | | | | |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada) | 0.88 | 0.53 | 0.46 | 0.41 | 0.42 |
| FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0.31 | 0.52 | 0.93 | 0.95 | 1.02 |
| FFO/Porción Corriente LP (x) Anual | 1.32 | 1.62 | 1.28 | 2.27 | 2.24 |
| CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 0.54 | 1.08 | 1.71 | 1.54 | 1.89 |
| CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0.18 | 0.58 | 1.28 | 0.52 | 0.98 |
| CFO/Porción Corriente LP (x) Anual | -1.15 | 2.98 | 2.78 | 1.62 | 2.96 |
| CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0.21 | 0.88 | 1.61 | 0.72 | 1.37 |
| CASH + Flujo de Caja Libre NETO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0.35 | 0.66 | 1.22 | 0.28 | 0.87 |
| CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual | -1.35 | 4.53 | 3.51 | 2.22 | 4.13 |
| CASH+ Flujo de Caja Libre NETO / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual | -2.20 | 3.39 | 2.66 | 0.86 | 2.63 |
| OTROS INDICES | | | | | |
| Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) | 34,638 | 88,317 | 93,464 | 99,941 | 111,344 |
| Liquidez Acida (x) | 0.46 | 0.71 | 0.99 | 0.92 | 1.13 |
| Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x) | 0.43 | 0.66 | 0.72 | 0.63 | 0.72 |
| Activo corriente / Pasivo Total (x) | 1.02 | 1.02 | 0.99 | 0.97 | 0.98 |
| Patrimonio / Activo Total (x) | 0.47 | 0.46 | 0.52 | 0.51 | 0.54 |
| Rotación cuentas por cobrar comerciales (x) | 10.12 | 12.08 | 11.30 | 10.33 | 13.78 |
| Días de cuentas por cobrar | 35.57 | 29.80 | 31.85 | 34.85 | 26.12 |
| Rotación de inventarios (x) | 3.04 | 3.70 | 4.11 | 3.79 | 4.27 |
| Días de inventarios | 118.43 | 97.29 | 87.55 | 95.08 | 84.33 |
| Rotación de cuentas por pagar (x) Incorpora deuda comercial financiera | 7.69 | 13.21 | 8.25 | 6.81 | 13.04 |
| Días de cuentas por pagar | 46.84 | 27.25 | 43.61 | 52.88 | 27.61 |
| Rotación Capital de Trabajo | 11.07 | 5.32 | 5.34 | 5.31 | 4.90 |
| Días de Capital de Trabajo | 32.53 | 67.70 | 67.47 | 67.80 | 73.41 |
| Días de Ciclo de Operación | -74.63 | -32.14 | -8.32 | -9.26 | -9.42 |
| Activo corriente / Pasivo corriente | 1.21 | 1.67 | 1.76 | 1.73 | 1.88 |

(x) Índice expresado en número de veces

FECHA COMITE: Octubre 31 / 2011
ESTADOS FINANCIEROS A : Agosto 31/ 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.