

Ecuador
 Papel Comercial

Productos Metalúrgicos S.A.
PROMESA

Seguimiento Calificación

Emisión de Obligaciones	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
1era. Emisión USD 10 MM	AA	N/R	N/R

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último Comité de Calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener la calificación de la presente emisión en **AA (doble A)**.

La decisión del Comité se fundamenta en la posición del emisor, que es líder del segmento de negocio donde opera, en su capacidad de crecer en ventas, la estructura de su deuda mayoritariamente de largo plazo, y el soporte de sus accionistas.

Resumen Financiero

(Millones USD)	2012	2013
Activos	73.9	75.5
Ventas	97.1	103.1
Margen EBITDA (%)	6.2	5.7
ROA (%)	4.5	3.5
Deuda /Capitalización (%)	56	54
CFO / Deuda Fin CP	-0.76	0.30
Cash + FCL / Deuda Fin CP	-0.53	0.70
Deuda Financiera Total /FFO (x)	10.9	12.0

El comportamiento histórico del EBITDA del emisor ha sido volátil, dependiendo de los momentos de crecimiento en ventas y el manejo de gastos operativos. La estrategia actual está dirigida a impulsar las ventas de marcas propias con mayor margen y potencial de crecimiento en el mercado local, tanto en el segmento ferretero como en el de lubricantes. Además, buscan alcanzar mayor eficiencia en el gasto, de forma que estiman una reducción del monto de estos para el 2014.

Las premisas consideradas para el análisis en las proyecciones, incluyen un estrés en los porcentajes de crecimiento de ventas, márgenes y volumen de gastos. Bajo estas condiciones, se espera que la empresa obtenga un EBITDA algo menor al del año 2013. Esto en un escenario en el que la competencia presione en mayor medida el margen bruto, además que el segmento de la construcción continúe con menor dinamismo y en general que la economía mantenga un crecimiento estable durante este año.

Actividad del Emisor: Empresa comercial de artículos de ferretería, lubricantes y herramientas para la agricultura.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 103
ppinto@bwratings.com

Lorena Oliva, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 108
loliva@bwratings.com

Con estos supuestos, la empresa podría requerir endeudamiento adicional al actual, al menos en el corto plazo, para poder financiar principalmente los requerimientos de capital de trabajo y el CAPEX. Si bien Promesa maneja niveles altos de deuda en relación a su EBITDA, comparado con otras compañías del segmento calificadas en la misma escala, la estructura de deuda de largo plazo, que además cuenta con una garantía externa a la empresa, marca una diferencia y mitiga en alguna medida el riesgo. De darse un cambio en las condiciones de dicha deuda, podría revisarse la calificación.

En relación a la liquidez, si bien a diciembre 2013 esta es superior a otros períodos y podría cubrir hasta el 60% de la deuda de corto plazo, su comportamiento es volátil y depende en gran medida del ritmo de crecimiento de las ventas. En el año 2014, se espera que la liquidez se presione frente a un crecimiento más agresivo de ventas en comparación al año anterior y una variación negativa de capital de trabajo. El riesgo de refinanciamiento en el corto plazo es mitigado por las líneas de crédito abiertas de los bancos, el cupo no utilizado y disponible del programa de papel comercial y el soporte de los accionistas.

FECHA COMITE: 30/Mayo/2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Marzo/2014

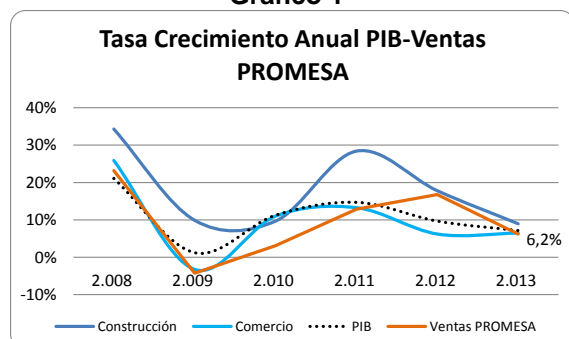
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen 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.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA
Monto Total Emisión:	USD 10,000,000
Monto en Circulación:	USD 2,500,000
Fecha Aprobación SIC:	14-ago-13
No. Resolución SIC:	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0004765
Fecha 1ra Colocación:	29-ago-13
Fecha Vencimiento:	23-ago-14
Fecha Tope del Programa:	04-ago-15
Plazo Programa:	720 días
Plazo Emisión:	359 días
Cupón de Interés:	cupón cero
Pago de Capital:	Al vencimiento de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Capital de trabajo y sustitución de pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	MasValores Casa de Valores S.A. CAVAMASA
Agente Pagador:	Banco Bolivariano C.A.
Rep. Obligacionistas:	Asesora S.A.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: BCE y Promesa

Elaboración: BWR

*Variación de PIB en valores corrientes, variación de monto de ventas anuales de Promesa.

La economía ecuatoriana desaceleró su crecimiento en el año 2013 y las perspectivas se mantienen estables para el 2014. Algunos sectores fundamentales en la economía como construcción, el sector comercial, y en general las importaciones, contrajeron su actividad en el segundo semestre del 2013.

Una de las mayores preocupaciones del Gobierno Central fue el déficit de la Balanza Comercial, que se acentuó durante el año anterior, y cuyos efectos en la liquidez de la economía pueden ser importantes en especial en un sistema dolarizado como el ecuatoriano.

De esta forma, se implementaron varias medidas regulatorias para controlar en algún porcentaje el movimiento de las importaciones, lo que se tradujo en menor dinamismo en las ventas de varias empresas comerciales, durante el último trimestre del 2013 y el primer trimestre del 2014.

No obstante, la perspectiva para el 2014 es estable, con base en una posición más flexible del Gobierno en relación al control de las importaciones, y por otra parte, la decisión de incentivar en mayor medida al sector de la construcción a través de más facilidades en el financiamiento con el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS).

La empresa emisora se desenvuelve en un segmento comercial de artículos de ferretería, repuestos automotrices y lubricantes. La demanda de estos productos proviene principalmente de actividades como la construcción y el transporte, no solo en relación a la generación de edificaciones nuevas sino también a un mercado de reposición y mantenimiento de muebles e inmuebles. En general, por este aspecto se estima que se trata de una demanda estable, y en alguna medida predecible.

El segmento ferretero en el país tiene alta competencia y está diversificado entre varias empresas importadoras de diferente tamaño. Las ventajas diferenciales se dan por cobertura con puntos de venta, facilidades de financiamiento y disposición de productos en inventario. La competencia presiona los precios, y por ende los márgenes, las empresas mejor posicionadas tienen mayor facilidad de manejo de un margen bruto estable.

Las barreras de entrada para nuevos competidores son bajas, en comparación a otras industrias. Las empresas líderes se basan en economías de escala, con altos volúmenes de venta para diluir los costos fijos, incrementos de precios y gasto comercial. Una de las ventajas de las empresas comerciales es que mantienen estructuras flexibles que pueden contraerse en caso de que el mercado o la economía así exijan.

Los productos de tipo ferretero son en su mayoría importados de países desarrollados en especial del Asia, la rotación del inventario suele ser lenta en comparación a otros sectores y los plazos de financiamiento con proveedores más cortos. Las compras al exterior generan potenciales riesgos de tipo de cambio de la deuda comercial, no obstante, en una eventual desdolarización de la economía ecuatoriana, el efecto inmediato afectaría a todos los competidores y sería trasladado al precio final.



No se estima que esta situación pueda darse en el corto o mediano plazo.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA es una empresa madura con más de 50 años en el mercado ferretero, repuestos automotrices y de lubricantes. Su trayectoria y el volumen alcanzado de ventas le otorgan un importante posicionamiento en su segmento como líder por ventas.

La Compañía se provee en su mayoría (80%) de productos importados de diversos países del continente americano, Asia y Europa; un 20% es provisto por la industria local.

La empresa tiene una alta diversificación de la cartera de productos que ofrece, los cuales son clasificados por familias. En la división ferretera se manejan 37 familias y en la división automotriz son 20 familias, ninguna familia representa más del 5% de las ventas totales. Su cartera de clientes también es desconcentrada, manejan alrededor de 5 mil clientes, ninguno concentra más del 2% de la cartera total.

La empresa tiene su oficina principal en la ciudad de Guayaquil donde además, posee un centro de distribución tecnificado para hacer el manejo de inventarios y despacho de mercaderías a todo el país. Tiene también una oficina de ventas en Quito, que maneja temas administrativos para el área comercial. La gestión comercial y administrativa está concentrada en la ciudad de Guayaquil.

La empresa cuenta con 413 empleados, tiene una importante fuerza de ventas de más de 200 vendedores y 2 gerentes del área comercial. PROMESA no tiene un Comité de Empresa y no ha experimentado problemas laborales.

Tabla 1

Empresas Comerciales Artículos Ferreteros	Ventas 2011	Ventas 2012	% Crec
COMERCIAL KYWI SA	159.180	191.330	20,2%
PRODUCTOS METALURGICOS SA PROMESA	83.890	98.630	17,6%
FERREMUNDO S.A.	78.350	80.010	2,1%
ALMACENES BOYACA S.A.	35.160	39.280	11,7%
COMERCIAL EL HIERRO CIA. LTDA.	42.720	44.070	3,2%
MEGAPROFER S.A.	37.420	47.670	27,4%
FERRETERO TRUJILLO CIA. LTDA.	34.330	38.410	11,9%
DEMACO	34.290	35.680	4,1%
MARRIOTT S.A.	22.151	22.672	2,4%
ROMAN HERMANOS CIA. LTDA	18.092	19.258	6,4%
FERRETERIA ESPINOZA S. A.	14.920	16.336	9,5%
TUVAL SA	13.660	15.672	14,7%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Revista Vistazo
Elaboración: BWR

PROMESA es líder del mercado en la mayoría de productos que comercializa, y como proveedor local de material ferretero para otras cadenas comerciales.

Según información proporcionada por el emisor, de acuerdo a investigaciones de mercado realizadas por empresas privadas, PROMESA es calificado como el mejor proveedor de artículos de ferretería y repuestos. La Compañía es líder por recordación de marca, según el estudio, y se encuentra posicionada en los primeros lugares como proveedor de la mayoría de sus clientes.

Lubricantes, así como repuestos automotrices, han sido líneas de negocio de rápido crecimiento y alta rentabilidad, ligadas al crecimiento del parque automotor en el país.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

La empresa no es parte de ningún grupo empresarial ni tiene empresas vinculadas comercialmente, ni tampoco existen empresas de propiedad de los accionistas que tengan vinculación comercial ni de negocios con PROMESA.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Son 4 empresas las que aparecen como accionistas de Productos Metalúrgicos PROMESA S.A., las mismas que comparten una participación igual de 25% cada una. Se encuentran domiciliadas en el Ecuador, y su objeto social es dedicarse exclusivamente a la tenencia de acciones, participaciones, derechos corporativos o valores en sociedades, sean éstas nacionales o extranjeras.

Tabla 2

Nombre	Tipo Persona	Monto	%
BEROSEL S.A.	Jurídica	1.757.338	25
BIFIANCO S.A.	Jurídica	1.757.338	25
KERISAM	Jurídica	1.757.338	25
LIESCO S.A.	Jurídica	1.757.338	25

Fuente: PROMESA
Elaboración: BWR

Los principales accionistas de las empresas son parte de una familia de reconocida trayectoria y conocimiento del mercado. El soporte de los accionistas se refleja en una política de no reparto de dividendos, además tienen disposición y capacidad de dar garantías para obtener financiamiento del exterior.

▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La estrategia actual de la Administración de PROMESA está dirigida a desarrollar en mayor medida las ventas de productos de marca propia, tanto en la línea ferretera como en lubricantes, los cuales manejan mayores márgenes y pueden ganar participación de mercado. En el caso de los lubricantes, la empresa ha logrado posicionar la marca, y gracias a las medidas de protección del Gobierno se espera que este producto continúe creciendo en ventas en este año.

Otra estrategia importante es la constante búsqueda de eficiencia dentro de la cadena de distribución para ofrecer de forma oportuna y diversificada la gama de productos. Durante el 2013 se invirtieron recursos para optimizar el espacio físico del Centro de distribución, de forma que ganaron capacidad instalada sin inversión en espacio físico adicional.

El gobierno corporativo es conservador, si bien la dirección responde a la visión del grupo familiar propietario, la Administración está a cargo de profesionales con conocimiento de la operación y del mercado. La decisión de no repartir dividendos ha permitido financiar la capitalización con el 100% de los resultados generados por la empresa. Esta política se mantendría mientras dure la emisión objeto de este análisis según se indica en las proyecciones.

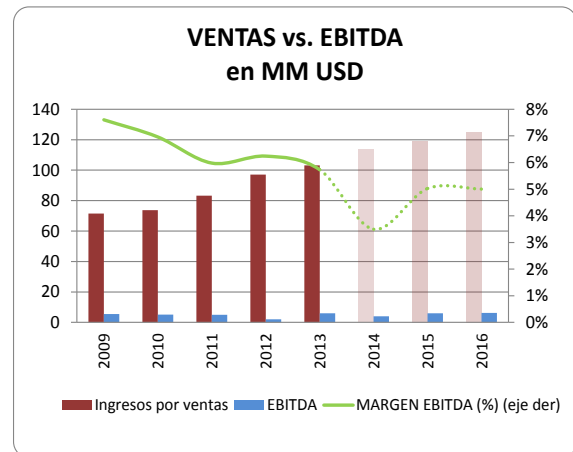
Dentro de los próximos dos años no se esperan inversiones importantes en CAPEX, en función de las últimas proyecciones presentadas; no obstante, esto estaría sujeto al comportamiento del mercado.

▪ **PERFIL FINANCIERO**

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009, 2010 y 2011 por firma PriceWaterHouse Coopers, bajo Normas NEC; para el año 2012 y 2013 informes auditados por la firma Deloitte & Touche, bajo Normas NIIF. Además, información interina con corte a marzo 2014, también bajo Normas NIIF.

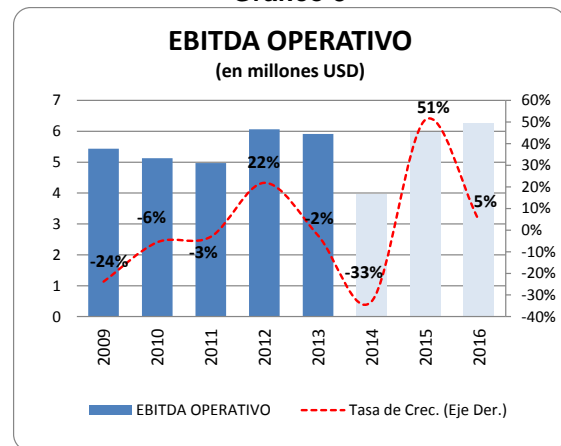
▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 2



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

Gráfico 3



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

Promesa es una empresa que históricamente ha sido generadora de flujos operativos positivos y crecientes desde el año 2009. Estos tienen como base el negocio comercial de la empresa, cuyos márgenes brutos han sido altos, en promedio superiores al 21%.

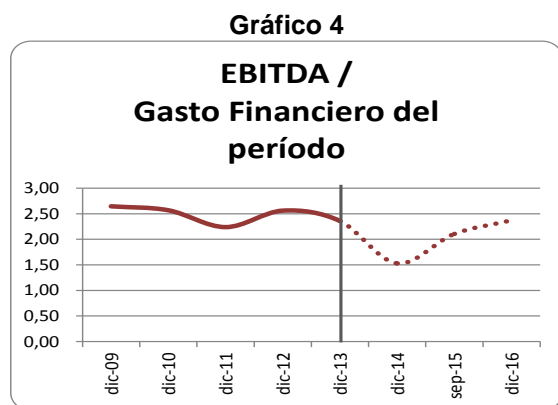
En general, el gasto operativo ha sido estable en los períodos analizados, y por ende el comportamiento del EBITDA no es volátil. En el año 2013 se observa una desaceleración en el crecimiento del resultado operativo, producto varios factores: un menor crecimiento en el volumen de ventas frente a lo esperado, la contracción del margen bruto por la presión de la competencia y un gasto comercial creciente.

Para el período 2014 las perspectivas de la Administración son positivas y esperan un crecimiento en ventas de 11%, aunque la expectativa del margen es que disminuya en este año en función de la competencia. Por otra parte, se espera que la carga operativa sea menor, en respuesta a un cambio en la estructura comercial,

que ya se está aplicando, con criterios de eficiencia y control del gasto.

Las proyecciones utilizadas para el análisis consideran un estrés adicional a las premisas planteadas por la Administración. Bajo estas condiciones, se estima que el EBITDA de la empresa para el año 2014 podría contraerse en un 30% en comparación al del año 2013, y volvería a un ritmo de crecimiento anual de 5% en el 2015 y 2016.

Este estrés se aplica considerando que las condiciones del sector de la construcción de un crecimiento lento se mantengan en este año, además, que la competencia continúe presionando el margen bruto, y que los gastos operativos de Promesa continúen en niveles similares a los del año 2013.



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

Históricamente el EBITDA generado por Promesa ha sido suficiente para cubrir entre 2 y 2.5 veces el gasto financiero anual. Con el estrés aplicado a las proyecciones, esta cobertura podría bajar a 1.5 veces en el 2014, en un escenario conservador.

La empresa ha tenido resultados no operativos positivos en los años históricos analizados con un promedio de medio millón de dólares anual. Los ingresos no operativos provienen principalmente del diferencial cambiario por la negociación con proveedores, en especial del Asia. Dada la importante devaluación que mostró el Yen japonés en el 2013, la compañía pudo registrar un valor favorable. Sin embargo, esto no es recurrente y depende de factores externos como el movimiento de dichas divisas. La perspectiva es que el valor del ingreso por este concepto pueda ser menor en el 2014.

El resultado neto al finalizar el año 2013 fue USD 2.6 MM, con una disminución de 16% en comparación a la utilidad del 2012. Los índices de rentabilidad también se contraen; la rentabilidad

sobre patrimonio (ROE) fue 10.06% y sobre activos (ROA) fue 3.54%.

Al finalizar el primer trimestre del 2014, la empresa generó un resultado neto de USD 639 M, valor que al ser anualizado representaría un decrecimiento de la utilidad de 3.4%; no obstante, este período ha sido de lento crecimiento económico y se espera muestre mayor dinamismo en el resto del año, con condiciones de entorno más favorables para Promesa.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Total Activo Corriente	81%	79%	81%	82%
Fondos Disponibles	2%	3%	1%	3%
CxC Comerciales	37%	36%	37%	39%
Inventarios Neto	39%	39%	42%	37%
Otras cuentas por cobrar	1%	0%	1%	1%
Gastos anticipados	1%	1%	0%	0%
Total Activo No Corriente	19%	21%	19%	18%
Propiedades	19%	20%	17%	17%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

PASIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Total Pasivo Corriente	27%	26%	28%	26%
Deuda Financiera CP	11%	5%	8%	9%
Deuda Comercial	10%	16%	13%	13%
Otros Pasivos CP	33%	29%	36%	22%
Total Pasivo LP	40%	41%	38%	38%
PATRIMONIO	32%	32%	34%	37%

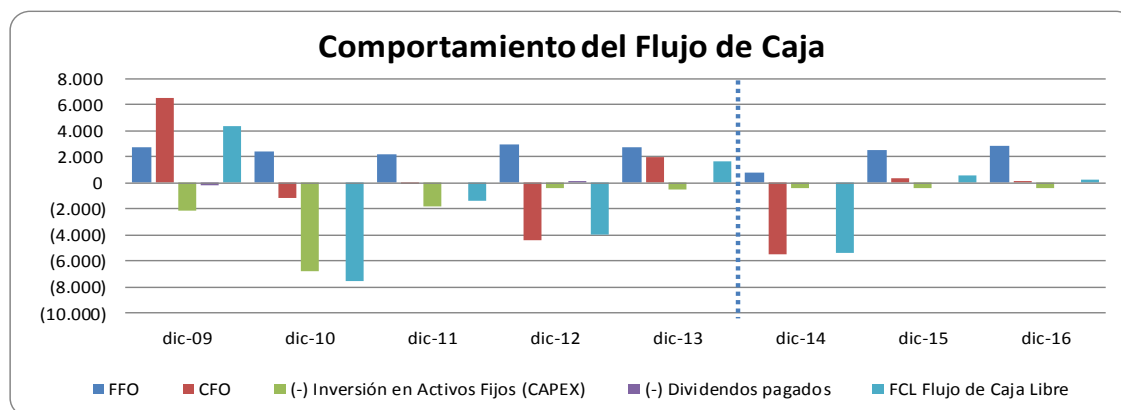
Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El Flujo de Caja Libre (FCL) de Promesa al finalizar el año 2013 fue positivo en un monto de USD 1.6 MM, esto por una variación de capital de trabajo menor en comparación a otros períodos y por el aporte de otros ingresos no operativos, gracias al diferencial cambiario.

El EBITDA generado en el 2013 fue suficiente para cubrir los gastos financieros e impuestos del período, y con una variación de capital de trabajo negativa de USD 804 M, el CFO fue positivo en cerca de USD 2 MM.

Gráfico 5



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

Como se puede observar en el gráfico 5, en los tres años anteriores al 2013, la empresa realizó importantes inversiones en CAPEX que presionaron el flujo de caja, el cual debió ser refinanciado en su totalidad. En el 2013, con un requerimiento bajo de inversión en activos fijos, la compañía tuvo liquidez suficiente para cubrir la operación y mantener un flujo de caja libre positivo.

En un escenario con estrés, para el 2014 bajo las premisas de generación del EBITDA y el crecimiento de ventas, la compañía tendría un requerimiento de capital de trabajo más alto, de forma que tendría que adquirir nuevo endeudamiento para financiar las inversiones de activo fijo y las necesidades operativas con nueva deuda.

La deuda financiera de Promesa está constituida en su mayor parte (80%) en el largo plazo, con un crédito con una institución financiera del exterior, que mantiene una garantía externa al balance de la empresa. El 20% restante corresponde a deuda local con bancos y a la emisión de papel comercial en mercado de valores.

La deuda bancaria local es con dos instituciones, con garantía hipotecaria y bajo firmas, una tasa de interés similar al promedio de la tasa corporativa del sistema. Esta deuda tiene vencimientos entre el 2014 y 2015. Con dichas instituciones Promesa mantiene líneas de crédito abierta.

La deuda en mercado de valores asciende a marzo 2014 a USD 2.5 MM, de un programa total aprobado de USD 10 MM. La empresa tiene posibilidad de financiamiento a través de la colocación del papel por USD 7.5 MM hasta julio del 2015.

En el año 2013, la deuda con el exterior se incrementó por la capitalización de intereses. Según información presentada, durante el 2014 se cancelarían los intereses correspondientes, por tanto no se proyecta un aumento del endeudamiento con el exterior.

Otro pasivo de largo plazo lo constituyen las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio, que significan el 4.2% del pasivo total. Según información del Auditor, la Compañía cuenta con estudios actuariales realizados por peritos independientes, y realiza el gasto de provisión en función de ellos.

En cuanto a otros contingentes, según el informe de auditoría externa del 2013, existe un reclamo administrativo por una glosa fiscal establecida por el impuesto a la renta del año 2008; no obstante, dado que no existe un pronunciamiento definitivo del SRI, la Administración de la Compañía consideran que no existe una obligación tributaria pendiente pues el proceso está en etapa de resolución. (Informe Delloite&Touche diciembre 2013).

Deuda Financiera: Vencimientos

al 31 de diciembre del 2013	Miles USD
Pagos Corrientes	4.333
Dos Años	2.234
Cinco Años	24.100

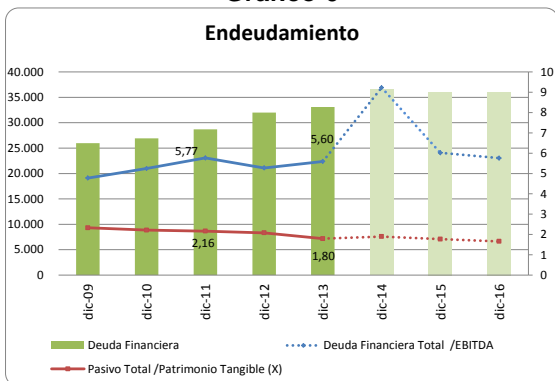
Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

Promesa es una empresa que históricamente ha mantenido niveles de endeudamiento altos en relación a la generación de EBITDA; con índices superiores al promedio de los de empresas comerciales calificadas en la misma escala. Sin embargo, el emisor maneja varios factores

mitigantes como son: la estructura de deuda de largo plazo, el préstamo con el exterior con garantía externa, las líneas abiertas de refinanciamiento y el soporte de los accionistas.

El índice de deuda financiera sobre EBITDA a diciembre 2013 fue 5.60 y a marzo 2014 fue 4.18 veces. En el gráfico 6 se puede observar la tendencia del indicador, el cual bajo las premisas de proyección del EBITDA podría incrementarse en el 2014 y, en los períodos siguientes, llegar a niveles similares a lo histórico.

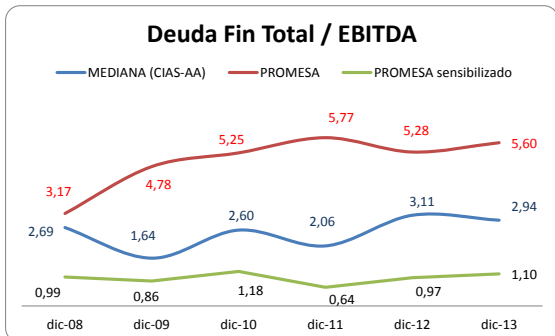
Gráfico 6



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

Si se realiza una sensibilidad al índice de deuda, sin considerar el préstamo del exterior, debido a sus características, Promesa mantiene un índice estable de endeudamiento sobre EBITDA, que históricamente es menor a una vez.

Gráfico 7



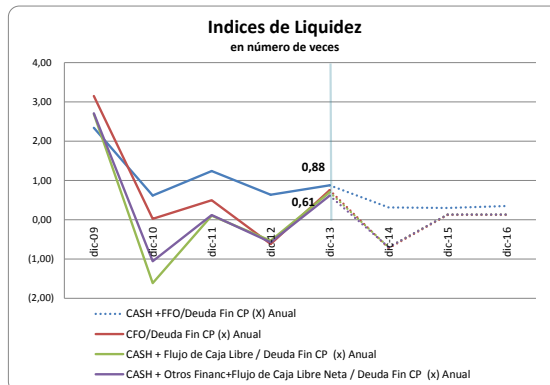
Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

El índice de deuda frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable, con una tendencia a decrecer a medida que el patrimonio se fortalece con la incorporación del 100% de las utilidades generadas. Se espera que la política de retención de las utilidades en el balance se mantenga durante la vigencia de la emisión calificada.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 8



Fuente: PROMESA Elaboración: BWR

Los indicadores de liquidez de Promesa muestran un comportamiento volátil, debido a los movimientos del EBITDA y a los diferentes requerimientos de capital de trabajo, que cambian en función de las ventas en los años analizados; además, a un requerimiento de inversión en CAPEX más alto en años anteriores. En el 2013, la empresa alcanzó un flujo de caja libre (FCL) positivo que cubrió el 60% de la deuda financiera de corto plazo, y el 40% restante tuvo que ser refinanciado.

Como muestra el gráfico 10, para el año 2014 se espera que la liquidez se contraiga, en especial porque con un crecimiento de ventas mayor, se estima que la variación de capital de trabajo sea negativa en un valor más alto al del 2013.

Si bien la liquidez de la empresa podría presionarse en el 2014, bajo un escenario de estrés en el que se considera que la generación de resultados operativos sería menor a la del 2013, se estima que el riesgo de refinanciamiento en el corto plazo estaría mitigado por el cupo disponible para la colocación del monto restante de la emisión de papel comercial y el acceso a líneas bancarias abiertas.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

Fecha de corte	mar-14
Activo Líquido (USD M)	4.035,46
Activo Ajustado (USD M)	75.328,37
Activo Total (USD M)	76.255,84

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtía General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	5.068,51	5.068,51	0,80	14,86
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	3.103,47	8.171,98	0,49	9,22
3era	Deuda sin garantía específica de balance	39.811,31	47.983,29	0,08	1,57
TOTAL		47.983,29	47.983,29	0,08	1,57

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

Hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

Resguardos

A más de los resguardos de Ley, las emisiones analizadas en circulación, no cuentan con resguardos adicionales. La emisión cumple con los resguardos de Ley correspondientes.

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

Esta es la primera experiencia del emisor en el mercado de valores ecuatoriano, y no tiene emisiones vigentes, adicionales a la analizada en este estudio.

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.

PROMESA

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14
Resumen de Resultados						
Ventas	71.501	73.715	83.179	97.142	103.162	25.996
% crecimiento	-4,2%	3,1%	12,8%	16,8%	6,2%	0,8%
MARGEN BRUTO (%)	20,7%	22,9%	22,0%	21,1%	21,5%	19,2%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.437	5.131	4.974	6.063	5.913	1.918
MARGEN EBITDA (%)	7,6%	7,0%	6,0%	6,2%	5,7%	7,4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.437	5.131	4.974	6.064	5.913	1.918
MARGEN EBITDAR (%)	7,6%	7,0%	6,0%	6,2%	5,7%	7,4%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.776	4.433	3.922	4.889	5.262	1.075
MARGEN EBIT (%)	5,3%	6,0%	4,7%	5,0%	5,1%	4,1%
Gasto Financiero del período	-2.055	-1.999	-2.222	-2.368	-2.508	-565
Impuestos a la renta	-636	-721	-531	-774	-648	-180
UTILIDAD NETA	1.298	2.192	1.860	3.166	2.646	639
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	52.424	56.278	67.132	73.959	75.571	76.256
Capital de Trabajo	33.116	36.769	39.803	46.367	47.356	47.757
Cuentas por Cobrar Comerciales	19.033	20.798	24.373	27.146	29.106	28.599
Inventarios	20.127	21.759	26.012	31.362	28.288	28.191
Cuentas por Pagar Proveedores	6.044	5.788	10.582	12.141	10.038	9.033
Deuda Financiera Total	25.978	26.919	28.686	31.987	33.088	32.091
Otros Pasivos	4.306	5.280	6.077	4.862	4.813	6.861
Patrimonio	16.096	18.288	21.786	24.968	27.631	28.271
Patrimonio Tangible	15.594	17.149	20.953	23.534	26.704	27.343
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	5.437	5.131	4.974	6.063	5.913	1.918
(-) Gasto Financiero del período	-2.055	-1.999	-2.222	-2.368	-2.508	-565
(-) Impuesto a la renta del período	-636	-721	-531	-774	-648	-180
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando)	0	0	0	1	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2.745	2.411	2.221	2.922	2.757	1.173
(-) Variación Capital de Trabajo	3.763	-3.592	-2.370	-7.401	-804	1.312
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	6.508	-1.182	-149	-4.480	1.953	2.485
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	214	479	691	1.420	539	305
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	5
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-253	0	0	16	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2.109	-6.854	-1.846	-426	-547	-551
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-104	-506	-346	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	4.361	-7.557	-1.407	-3.976	1.600	2.244
Margen de Flujo de Caja Libre %	6,1%	-10,3%	-1,7%	-4,1%	1,6%	8,6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	3.353	942	1.767	3.300	1.102	-997
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	97	-197	52	-232	-563	-177
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	7.811	-6.813	412	-909	2.139	1.070
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	328	8.138	1.328	1.738	832	2.966
Indicadores						
FFO/cargos fijos (intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,34	2,21	2,00	2,23	2,10	3,08
EBITDAR/cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)(x)	2,64	2,57	2,24	2,56	2,36	3,39
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2,64	2,57	2,24	2,56	2,36	3,39
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	4,78	5,25	5,77	5,28	5,60	4,18
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	3,28	4,99	5,42	5,14	5,09	3,66
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	62%	60%	57%	56%	54%	53%
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	2,34	0,62	1,24	0,64	0,88	1,58
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,40	(0,19)	(0,05)	(0,76)	0,30	1,80
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,69	(1,61)	0,10	(0,53)	0,70	2,36
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,71	(1,06)	0,12	(0,57)	0,61	2,32