

Ecuador
Papel Comercial**Productos Metalúrgicos
S.A. PROMESA****Nueva Calificación**

Emisión de Papel Comercial	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
2da. 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

Resumen Financiero

(Millones USD)	Dic-14	Mar-15
Activos	75.8	78.0
Ventas	105.5	27.4
Margen EBITDA (%)	6.8	5.4
ROA (%)	3.5	4.4
Deuda /Capitalización (%)	52	51
CFO / Deuda Fin CP	0.00	3.06
Reserva +FCL / Deuda Fin CP	-0.15	3.20
Deuda Financiera Total /FFO (x)	8.9	11.4

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

Contactos

Carlos Ordóñez, CFA, Ecuador;
(593 2) 226 97 67 ext. 105
cordonez@bwratings.com

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

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió otorgar la calificación de **AA (doble A)** al programa de papel comercial de Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA, analizado en el presente estudio. La decisión del Comité se fundamenta en la posición del emisor, que es líder del segmento de negocio donde opera, en la diversificación que mantiene por tipo de productos y en la flexibilidad de la estructura operativa. Esta calificación incorpora también la característica de corto plazo del papel.

La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa. Una calificación de 'AA' se otorga a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de 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 pertenecen y en la economía en general.

Promesa es una empresa de tipo comercial, de productos que son en su mayor parte importados. El emisor tiene una ventaja comparativa, por la diversificación de sus ventas por tipo de producto y número de clientes, de forma que puede ajustarse a los cambios del mercado. También tiene flexibilidad en el manejo del gasto operativo; en el año 2014 alcanzó una reducción de gastos, de forma que el EBITDA creció, pese a un lento incremento de las ventas, menor a lo presupuestado.

En un escenario conservador y bajo condiciones previsibles se esperaría en el 2015 un crecimiento modesto en ventas pero suficiente para mantener una generación estable del EBITDA, e índices similares de endeudamiento.

Si bien Promesa maneja niveles altos de deuda en relación a su EBITDA y un indicador ajustado de cobertura del gasto financiero, en comparación con otras compañías que están calificadas en la misma escala, el riesgo de refinanciamiento de la mayor parte de la deuda, que vence en el 2016, se mitiga por el compromiso expreso de la institución financiera acreedora de renovar la en términos similares y a largo plazo.

En relación a la liquidez, los indicadores son volátiles y dependen especialmente de las variaciones estacionales de capital de trabajo. Dentro del plazo de vigencia del papel comercial calificado, se esperan mayores existencias de inventarios, que serían financiadas tanto por el flujo propio generado, como por nuevo endeudamiento de corto plazo. De acuerdo a las proyecciones, no se espera requerimientos importantes de flujo para CAPEX y se mantendría la política actual de no reparto de dividendos.

La empresa mantiene líneas de crédito abiertas y la posibilidad de colocar el papel comercial, lo cual le permitiría al emisor refinanciar la deuda de corto plazo.

FECHA COMITE: 15/Mayo/2015**ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Marzo/2015**

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. 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 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. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo de crédito involucrado en el valor.

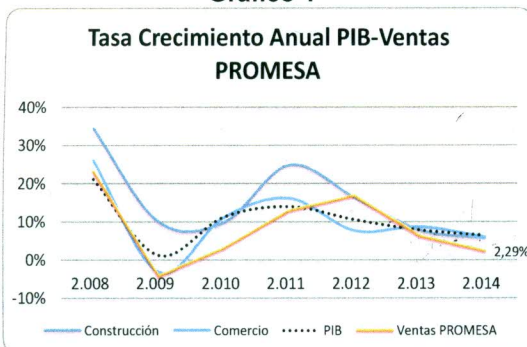
www.bankwatchratings.com

■ CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA
Monto Total Emisión:	USD 10,000,000
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 75% y sustitución de pasivos 25%
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	MasValores Casa de Valores S.A. CAVAMASA
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE
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.

El sector comercial ferretero en el que se desenvuelve el emisor, ha sido dinámico en la última década, acorde al crecimiento más acelerado del segmento de la construcción en la economía. De acuerdo a datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BCE), en el 2014 tanto el sector de la construcción, como el del comercio en general, mostraron una desaceleración en la tasa de crecimiento, en comparación a años anteriores.

La construcción se ha beneficiado de factores a favor en los últimos años, como han sido un nivel de liquidez más alto en la economía, facilidad de financiamiento por parte de instituciones financieras privadas y públicas, mayor capacidad adquisitiva promedio, entre otros. Aun con la

desaceleración mostrada en el año 2014, continua como uno de los sectores puntales de la economía ecuatoriana.

Según anuncios oficiales, pese a que el año 2015 se presenta como un período de mayor desaceleración económica, debido a la contracción de los ingresos estatales por una considerable disminución del precio del petróleo, el sector de la construcción, en especial de vivienda de valores medios y bajos sería una de las actividades estratégicas, y a la que el Gobierno espera darle impulso en el año.

La actividad ferretera por una parte podría mantener su dinámica en función de la demanda que genera el sector de la construcción de vivienda nueva, además, del componente de reposición, que es más permanente. Por otro lado, es un sector comercial que en su mayor parte es importador, salvo productos como el cemento que es producido localmente, la parte de productos industrializados de mayor especialización son fabricados en el exterior.

En enero del 2015, entró en vigencia la resolución del Comité de Comercio Exterior (COMEX) mediante la cual se estableció una salvaguardia cambiaria para importaciones provenientes de Colombia y Perú, medida que durará 15 meses. Además, se incrementaron aranceles para partidas vinculadas al sector ferretero. El incremento de aranceles tiene un efecto inflacionario, al tratar de trasladar el costo adicional al precio al consumidor, en la medida que la demanda lo pueda absorber.

El número de empresas ferreteras creció de forma significativa en los años 2012 y 2013, como consecuencia del crecimiento de la construcción, mostrando las bajas barreras de entrada que tiene el sector. Entre el 2011 y el 2012, las empresas ferreteras crecieron en 59.45%, en mayor medida los pequeños importadores.

El sector está compuesto por alrededor de 3 mil empresas de las cuales solo el 6% son empresas grandes, 22% son medianas y 72% son pequeñas. Mayor vulnerabilidad podrían tener las empresas más pequeñas, con menor capacidad de financiamiento del capital de trabajo, en un momento como el de coyuntura actual, dado que se requerirá una inversión más alta en inventarios por el incremento del costo. Desde esta perspectiva, los participantes más grandes del sector podrían tener mayores ventajas competitivas.

Las empresas líderes del sector se apalancan en economías de escala, con altos volúmenes de venta

CORPORATIVO

para diluir así: los costos fijos, los incrementos de precios y el gasto comercial.

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.

Si bien la política actual del Gobierno de impulsar la sustitución de importación de productos por fabricación local puede ser una amenaza al segmento comercial, esta es poco representativa en relación a varios de los productos que comercializa Promesa, dado que no existen actualmente las condiciones ni la capacidad de fabricación de estos productos en el Ecuador.

▪ 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 mayor parte de las ventas de la Compañía son productos importados de diversos países del continente americano, Asia y Europa; y un porcentaje es provisto por productos locales.

La empresa tiene una alta diversificación de la cartera de productos que ofrece. En la división ferretera se manejan 37 líneas y en la división automotriz son 20, ninguna línea representa más del 5% de las ventas totales. Su cartera de clientes también es desconcentrada, maneja alrededor de 5000 clientes, sin que alguno concentre más del 2% de la cartera total, aun cuando Promesa es proveedor mayorista de varias cadenas de venta al detalle.

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.

Promesa es líder del mercado en la mayoría de productos que comercializa, y es un importante 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 calificada en los primeros lugares como proveedor por la mayoría de sus clientes.

Las líneas de lubricantes, repuestos automotrices y recientemente la de llantas son de rápido crecimiento, ligado al crecimiento del parque automotor en el país.

Promesa no tiene un Comité de Empresa y no ha experimentado problemas laborales.

▪ 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

Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA tiene como accionistas a cuatro empresas con una participación 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.

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

El soporte de los accionistas se refleja la capitalización de la totalidad de las utilidades.

▪ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal, y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y no representan riesgos significativos en relación a la capacidad de pago del emisor al momento.

Las principales instancias de gobierno corporativo como son el Directorio y la Gerencia General están compuestas por profesionales calificados, con experiencia relevante para el negocio.

La estrategia actual de la Administración de Promesa está dirigida a impulsar las ventas de productos locales, tanto en la línea ferretera como en lubricantes, y ganar participación de mercado. En el caso de los lubricantes, la empresa ha logrado posicionar una marca propia, 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. En el 2014 se ha realizado una reestructura del personal, que generó una importante reducción de gastos operativos, mayor a la proyectada inicialmente, para el próximo año se espera contar con un volumen de inventarios que le permita a la empresa ser más competitiva en disponibilidad y tiempo de entrega de productos.

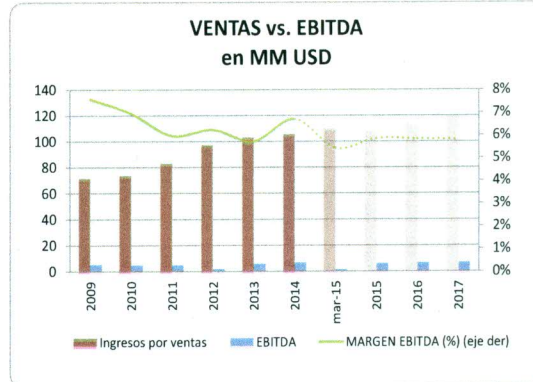
El gobierno corporativo es conservador, la administración está a cargo de profesionales con conocimiento de la operación y del mercado. La decisión de no repartir dividendos ha permitido la reinversión del 100% de los resultados generados por la empresa. Esta política se mantendría mientras dure la emisión 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 y oportunidades del mercado.

▪ **PERFIL FINANCIERO**

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros al 2009, 2010 y 2011 auditados por la firma PriceWaterHouse-Coopers, bajo Normas NEC, y para el año 2012, 2013 informes auditados por la firma Deloitte & Touche, bajo Normas NIIF, y 2014 auditados por PriceWaterHouse-Coopers. Además se analizó información interina con corte a marzo 2015, también bajo Normas NIIF.

▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 2



Fuente: Promesa Elaboración: BWR
 *Ventas anualizadas al mes de marzo 2015

Promesa es una empresa generadora de resultados operativos y netos positivos en todos los períodos históricos analizados. Sus ventas han sido crecientes, aunque con menor ritmo en los últimos dos años. En el 2014, el volumen de ventas alcanzó un monto de USD 105 MM, que significó un crecimiento modesto de 2.29% anual, frente al crecimiento del año 2013 que fue 6.2%.

Las proyecciones sensibilizadas consideran un crecimiento de ventas similar en el 2015 (3% anual), considerando que a nivel macro se espera un año de menor expansión económica, menor liquidez e inversión, para períodos siguientes se espera un crecimiento promedio de 5%.

Gráfico 3



Fuente: Promesa Elaboración: BWR
 *Monto de EBITDA anualizado a marzo 2015, % crecimiento anualizado a la misma fecha.

En la composición de ventas de Promesa, existe una participación mayoritaria de la línea ferretera, y en menor porcentaje, aunque con un crecimiento más dinámico, está la línea de productos dirigida al sector automotor.

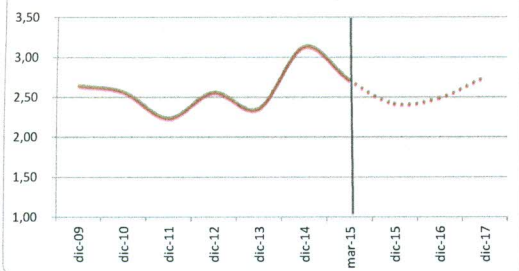
El margen bruto ha sido estable históricamente, en promedio fue 20% en los últimos cinco años. A diciembre 2014, el margen se ubicó en 21.21%, y a marzo 2015 este fue de 19.55%, considerando factores estacionales que han influido en la contracción del mismo en el primer trimestre al igual que en otros años. El margen esperado sensibilizado en las proyecciones es de 20%, se estima un menor resultado bruto sobretodo en el 2015 por la presión que podría darse en el segundo semestre del año, por influencia de los aranceles a los productos importados, si este costo adicional no se traslada al precio final al consumidor y eventualmente presión en la demanda dado el entorno macro.

En el 2014, aun con un crecimiento menor en el volumen de ventas y un margen bruto algo más bajo al del año anterior, el EBITDA generado fue de USD 7 MM, que significó un crecimiento anual de 20%, este incremento se sustenta en una disminución real de los gastos operativos, cuyo peso relativo sobre ventas disminuyó en un punto porcentual. Además, en este año hay una devolución más alta al EBITDA del gasto de amortización de intangibles por el software adquirido.

El gasto absorbe alrededor del 15% de las ventas a diciembre 2014, principalmente gastos fijos administrativos. La proyección estima una relación similar para los siguientes periodos, esto en un escenario conservador de acuerdo a un entorno donde la inflación es creciente.

El EBITDA esperado de los siguientes dos periodos, durante la vigencia de la emisión analizada, sería similar al del año 2014 (USD 6.3MM-USD 7 MM). Cabe señalar que las premisas utilizadas son conservadoras y consideran un crecimiento lento del sector de la construcción en el 2015, aumento del gasto operativo proporcional al de las ventas, y una mayor presión del margen bruto.

Gráfico 4
EBITDA /
Gasto Financiero del período



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

La flexibilidad financiera de la empresa, medida a través de la generación del EBITDA sobre el gasto financiero de cada período ha sido positiva, aunque menos holgada en comparación a otras empresas calificadas en escala similar. Esto se explica porque Promesa mantiene un endeudamiento externo que genera un costo, el cual ha ido disminuyendo en los últimos años.

El resultado no operativo es variable, a diciembre 2014 este fue positivo por USD 672 M, y proviene principalmente por el diferencial cambiario por la negociación con proveedores del exterior.

El gasto del impuesto a la renta creció en 48% en el 2014, dado que a partir de este año deja de ser deducible el gasto de depreciación de activos revaluados, de forma que la tasa efectiva del impuesto pagado se incrementa en este año a 31.4%.

La utilidad neta del año fue USD 2.6 MM, monto similar al alcanzado en el 2013. Esto significó un indicador de rentabilidad sobre activos (ROA) de 3.51% y sobre el patrimonio (ROE) de 9.17%.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Total Activo Corriente	79%	81%	82%	83%	83%
Fondos Disponibles	3%	1%	3%	3%	5%
CxC Comerciales	36%	37%	39%	38%	38%
Inventarios Neto	39%	42%	37%	39%	34%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	1%	2%	2%
Gastos anticipados	1%	0%	0%	0%	2%
Total Activo No Corriente	21%	19%	18%	17%	17%
Propiedades	20%	17%	17%	16%	16%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

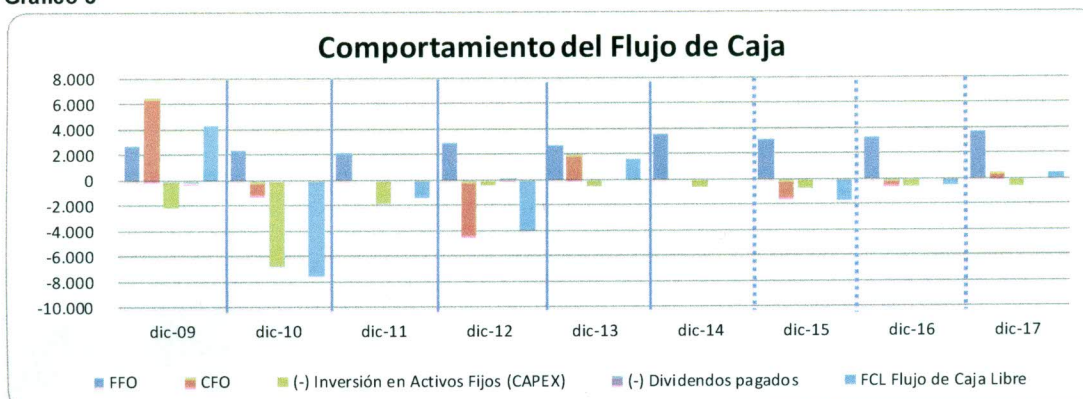
PASIVOS

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Total Pasivo Corriente	26%	28%	26%	22%	24%
Deuda Financiera CP	5%	8%	9%	8%	7%
Deuda Comercial	16%	13%	13%	10%	9%
Otros Pasivos CP	29%	36%	22%	25%	50%
Total Pasivo LP	41%	38%	38%	38%	36%
PATRIMONIO	32%	34%	37%	40%	40%

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

CORPORATIVO

Gráfico 5



FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El Flujo de Caja de Promesa ha sido volátil, dependiendo de los períodos de mayor expansión en los que ha requerido financiar un capital de trabajo negativo alto e inversiones en CAPEX.

Si bien la generación del EBITDA ha sido relativamente estable, y en todos los períodos, suficiente para cubrir el gasto financiero y de impuestos, los requerimientos de capital de trabajo variables en algunos años positivos y en otros negativos, hace que el flujo de caja operativo (CFO) sea volátil y menos predecible.

El capital de trabajo en general requiere financiamiento, pues por política de la empresa y como estrategia de mercado, procuran tener un volumen más alto de stock de inventarios de forma que puedan llegar oportunamente al cliente, esto para diferenciarse de la competencia. La empresa cuenta con financiamiento comercial de proveedores, siendo la mayor parte del exterior, en promedio la rotación de las cuentas por pagar es de 30 días.

En los períodos del 2007 al 2012, la Compañía realizó inversiones por un total de USD 15 MM, lo que significó un incremento de la deuda financiera de la empresa para poder cubrir dichos requerimientos. En los últimos dos años, las inversiones han sido únicamente para mantenimiento por USD 500 M anual aproximadamente, y no se esperan inversiones en CAPEX para los siguientes años.

El Flujo de Caja Libre (FCL) de Promesa al finalizar el 2014 fue negativo en USD 43 M, mientras que al mes de marzo 2015 en la coyuntura del trimestre hay una variación de capital de trabajo positiva por una rotación más rápida del inventario en los primeros meses del año.

La proyección considera que el flujo podría seguirse presionando en el 2015 y 2016, por un requerimiento de financiamiento de capital de trabajo similar al del 2014, lo que significa que la empresa requiere mayor endeudamiento en este año, según las premisas de proyección.

La deuda financiera de Promesa al mes de diciembre 2014 ascendió a un monto de USD 32.2 MM, el 17% de la misma a esa fecha está clasificada contablemente como de corto plazo y el 83% restante es de largo plazo.

La deuda bancaria local es con dos instituciones, con garantía hipotecaria y bajo firmas, y una tasa de interés similar al promedio de la tasa corporativa del sistema. Esta deuda tiene vencimientos en el corto plazo, en su mayor parte, y un 33% se encuentra financiado a largo plazo. Con dichas instituciones Promesa mantiene líneas de crédito abiertas.

La deuda en mercado de valores asciende a marzo 2015 a USD 2.5 MM, de un programa total aprobado de USD 10 MM, el cual tiene vencimiento en agosto del 2015, hasta ese momento Promesa tiene la posibilidad de obtener financiamiento hasta por el saldo disponible previo al vencimiento del papel.

El 65% de la deuda financiera del emisor se refiere a algunos préstamos con una institución financiera del exterior por un monto de USD 24 MM, la cual ha sido renovada en períodos anteriores, y al momento el 89% de la misma tiene un vencimiento final en mayo del 2016.

CORPORATIVO

Deuda Financiera: Vencimientos

al 31 de marzo del 2015	Miles USD
Pagos Corrientes	5.625
Dos Años	23.025
Tres Años	1.362
Cuatro Años	1.243

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

Otro pasivo de largo plazo lo constituyen las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio, que significan el 5.1% 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.

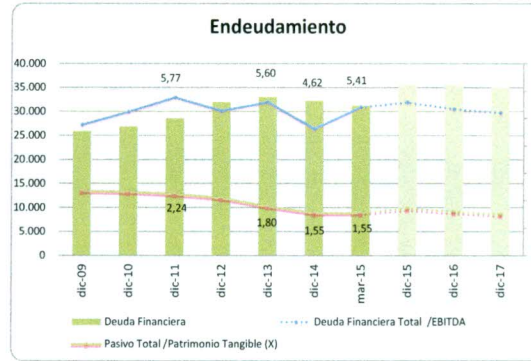
En cuanto a otros contingentes, según el informe de auditoría externa del 2014, existe un reclamo administrativo por una glosa fiscal establecida por el impuesto a la renta del año 2008, que generaría tributos adicionales por USD 723 M aproximadamente (sin incluir multas, intereses, recargos). El proceso de reclamo administrativo se encuentra en etapa de impugnación. La Administración de la Compañía considera que no existe una obligación tributaria pendiente. (Informe Auditoría Promesa PriceWaterHouse-Coopers diciembre 2014).

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. Para la calificación del papel comercial vigente se considera como mitigante el hecho de que la mayor parte de la deuda financiera, aun clasificada como de largo plazo a la fecha, no requeriría flujos de la empresa ni representa un riesgo de refinanciamiento en el período de vigencia de la emisión, dado que la misma vence antes.

El índice de deuda financiera sobre EBITDA de Promesa a diciembre 2014 fue 4.62 veces. En el gráfico 6 se puede observar la tendencia del indicador, el cual bajo las premisas de proyección del EBITDA se mantendría estable y en niveles similares en los siguientes dos años.

Al mes de marzo 2015, el indicador sube a 5.41 veces, y se espera que la empresa mantenga un índice sobre las cinco veces en los próximos años.

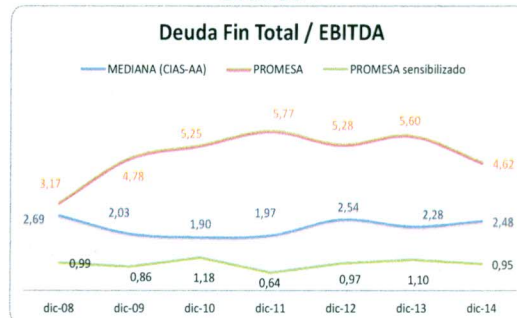
Gráfico 6



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

Si bien Promesa maneja niveles altos de deuda en relación a su EBITDA y un indicador ajustado de cobertura del gasto financiero, en comparación con otras compañías que están calificadas en la misma escala, el riesgo de refinanciamiento de la mayor parte de la deuda, que vence en el 2016, se mitiga por el compromiso expreso de la institución financiera acreedora de renovarla en términos similares y a largo plazo.

Gráfico 7



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

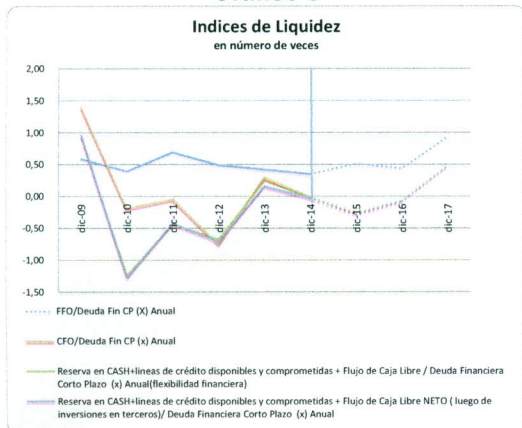
*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

En relación al índice de deuda frente al patrimonio tangible, este es 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.

A diciembre 2014, la empresa tuvo un flujo de caja libre (FCL) negativo cercano a cero, aun así canceló parte de la deuda financiera, que correspondía a los pagos corrientes de la deuda vigente, quedando con un volumen de caja menor en comparación al año anterior. En el primer trimestre del 2015, le empresa cuenta con una liquidez extraordinaria, en parte por una variación positiva del capital de trabajo en el período, y además, porque se encuentra provisionado en caja el pago de interés del exterior.

Como muestra el gráfico 8, al mes de diciembre 2014 la liquidez de la empresa se contrae, en especial por efecto de la variación del capital de trabajo.

Para el año 2015, la proyección prevé que el nivel de liquidez continúe presionado y requiera refinanciar toda la deuda de corto plazo.

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 Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

Fecha de corte	mar-15
Activo Líquido (USD M)	5.671,02
Activo Ajustado (USD M)	77.025,97
Activo Total (USD M)	77.953,44

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gta General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	6.652,20	6.652,20	0,85	11,58
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	4.700,00	11.352,20	0,50	6,79
3era	Deuda sin garantía específica de balance	35.466,51	46.818,71	0,12	1,65
TOTAL		46.818,71	46.818,71	0,12	1,65

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. No obstante, cabe indicar que la emisión tiene garantía general por lo cual está dentro del tercer nivel de prelación expuesto en el cuadro anterior, luego del pago de pasivos tributarios, laborales y deuda con garantía específica de balance. El valor en libros de los activos ajustados cubre en 1.65 veces el pasivo de la empresa.

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.

Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 83% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 17% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de

cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

Resguardos

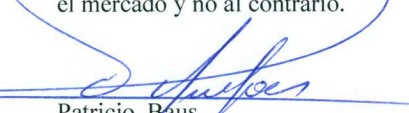
De acuerdo a la Circular de Oferta Pública, la emisión analizada tiene los siguientes resguardos:

1. Mantener durante la vigencia del programa un capital de trabajo siempre positivo.
2. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
3. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1).
4. Se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones del presente programa en mora.
5. Se obliga a mantener los niveles de calidad y la excelencia en los procesos que la caracterizan con la finalidad de preservar el cumplimiento del objeto social y finalidad de las actividades de la compañía
6. Se obliga a mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 3 de la Sección I del Capítulo IV del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

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

Esta es la segunda experiencia del emisor en el mercado de valores ecuatoriano, y no tiene emisiones adicionales a las calificadas por BankWatch Ratings.

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.



Patricio Baus
Gerente General
BankWatch Ratings S.A.

CORPORATIVO

PROMESA

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	mar-16
Resumen de Resultados							
Ventas	71.501	73.715	83.179	97.142	103.162	105.520	27.416
% crecimiento	-4,2%	3,1%	12,8%	16,8%	6,2%	2,3%	3,9%
MARGEN BRUTO (%)	20,7%	22,9%	22,0%	21,1%	21,5%	21,2%	19,6%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.437	5.131	4.974	6.063	5.913	7.090	1.489
MARGEN EBITDA (%)	7,6%	7,0%	6,0%	6,2%	5,7%	6,7%	5,4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.437	5.131	4.974	6.064	5.913	7.090	1.489
MARGEN EBITDAR (%)	7,6%	7,0%	6,0%	6,2%	5,7%	6,7%	5,4%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.776	4.433	3.922	4.889	5.262	5.462	1.103
MARGEN EBIT (%)	5,3%	6,0%	4,7%	5,0%	5,1%	5,2%	4,0%
Gasto Financiero del periodo	-2.055	-1.999	-2.222	-2.368	-2.508	-2.263	-548
Impuestos a la renta	-636	-721	-531	-774	-648	-1.216	-237
UTILIDAD NETA	1.298	2.192	1.860	3.166	2.646	2.655	848
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	8.138	1.328	1.738	832	2.966	1.986	5.671
Capital de Trabajo	33.116	36.769	39.803	46.367	47.356	51.558	49.659
Cuentas por Cobrar Comerciales	19.033	20.798	24.373	27.146	29.106	29.160	29.825
Inventarios	20.127	21.759	26.012	31.362	28.288	29.944	26.670
Cuentas por Pagar Proveedores	6.044	5.788	10.582	12.141	10.038	7.546	6.836
Deuda Financiera Total	25.978	26.919	28.686	31.987	33.088	32.286	31.256
Otros Pasivos	4.306	5.280	6.077	4.862	4.813	4.729	7.729
Patrimonio	16.096	18.288	21.786	24.968	27.631	30.286	31.135
Patrimonio Tangible	15.387	16.367	20.261	23.393	26.704	29.359	30.207
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	5.437	5.131	4.974	6.063	5.913	7.090	1.489
(-) Gasto Financiero del periodo	-2.055	-1.999	-2.222	-2.368	-2.508	-2.263	-548
(-) Impuesto a la renta del periodo	-636	-721	-531	-774	-648	-1.216	-237
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	1	0	1	2
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2.745	2.411	2.221	2.922	2.757	3.612	706
(-) Variación Capital de Trabajo	3.763	-3.592	-2.370	-7.401	-804	-3.699	3.592
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	6.508	-1.182	-149	-4.480	1.953	-87	4.298
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	214	479	691	1.420	539	672	531
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-253	0	0	16	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2.109	-6.854	-1.846	-426	-547	-626	-66
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-104	-506	-346	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	4.361	-7.557	-1.407	-3.976	1.600	-43	4.762
Margen de Flujo de Caja Libre %	6,1%	-10,3%	-1,7%	-4,1%	1,6%	0,0%	17,4%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	3.353	942	1.767	3.300	1.102	-803	-1.030
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	97	-197	52	-232	-563	-135	-47
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	7.811	-6.813	412	-909	2.139	-980	3.685
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	328	8.138	1.328	1.738	832	2.966	1.986
Indicadores							
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,34	2,21	2,00	2,23	2,10	2,60	2,29
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	2,64	2,57	2,24	2,56	2,36	3,13	2,72
EBITDA/ Gasto Financiero del periodo (x)	2,64	2,57	2,24	2,56	2,36	3,13	2,72
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4,78	5,25	5,77	5,28	5,60	4,69	5,41
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3,28	4,99	5,42	5,14	5,09	4,41	4,46
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	62%	60%	57%	56%	54%	52%	51%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,59	0,40	0,70	0,50	0,42	0,35	0,85
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,40	(0,19)	(0,05)	(0,76)	0,30	(0,01)	3,06
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera C	0,94	(1,24)	(0,44)	(0,67)	0,25	(0,01)	3,39
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inve	0,96	(1,28)	(0,42)	(0,71)	0,16	(0,03)	3,38

CORPORATIVO

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo de crédito involucrado en el valor. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2014.