

Ecuador
Papel Comercial

Productos Metalúrgicos
S.A. PROMESA

Calificación

Emisión de Papel Comercial	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
2da. Emisión USD 10 MM	AA	NR	NR

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	Sep-15
Activos	75.8	79.3
Ventas	105.5	78.4
Margen EBITDA (%)	6.82	6.97
ROA (%)	3.5	5.34
Deuda /Capitalización (%)	52	50
CFO / Deuda Fin CP (veces)	0.00	0.82
Reserva +FCL neto / Deuda Fin CP	-0.15	1.18
Deuda Financiera Total /FFO (x)	8.25	8.74

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

Contactos

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

Econ. Sonia Rodas
 (593 2) 29 22 426 ext. 111
sirodas@bwratings.com

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener 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 mantiene flexibilidad en el manejo del gasto operativo; en este período a sep-2015, en que las ventas muestran una ligera disminución, el control del gasto es un objetivo importante y alcanza un crecimiento mínimo respecto del mismo período del año anterior. Además, la liquidez obtenida gracias al manejo eficiente de su ciclo de operación, particularmente de cuentas por cobrar y el manejo eficaz de la negociación con sus proveedores, le permitieron mejorar el margen bruto y por tanto el EBITDA en comparación con el alcanzado a sep-2014.

En un escenario conservador y bajo las condiciones previsibles se esperaría finalizar el año una liquidez coyunturalmente alta que servirá para reducir la deuda de corto plazo. En el 2016 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 renovarla 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 vigente, se espera un mayor plazo de financiamiento a clientes, dada la situación macro, y mayores existencias de inventarios, que serían financiadas por el flujo propio generado, sin elevar el 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: 30/Noviembre/2015

ESTADOS FINANCIEROS A: 30/Septiembre/2015

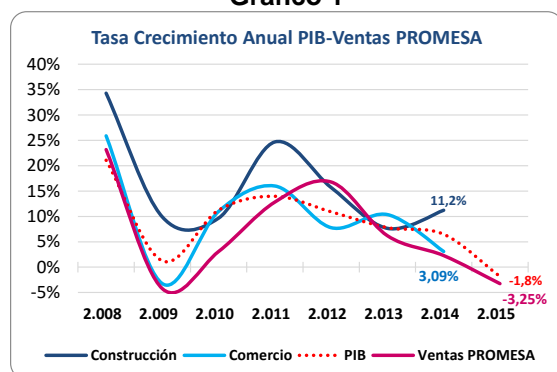
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos 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 involucrado en este.

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA
Monto Total Emisión:	USD 10,000,000
Fecha Aprobación SIC:	23-jul-15
No. Resolución SIC:	SCVS.INMV.DNAR.DAY R.15.0002532
Fecha 1ra Colocación:	07-ago-15
Fecha Vencimiento:	31-jul-16
Saldo actual:	5 MM
Fecha Tope del Programa:	12-jul-17
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 BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
Calificadora de Riesgos:	MasValores Casa de Valores S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	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), el sector de la construcción mantuvo un crecimiento muy dinámico con un crecimiento promedio del 15.4% en los últimos 8 años (hasta el año 2014), que impulsó el crecimiento del PIB total, el punto más alto fue el año 2011 con un crecimiento en términos corrientes de 24.7%. La participación del

sector en el PIB total por tanto ha crecido paulatinamente desde un 7.9% en 2017 a 11.1% en 2014.

No obstante, la desaceleración que se muestra en la economía en general particularmente durante este año en que, según las cifras oficiales, disminuirá en -1.83%, han afectado al sector más que proporcionalmente por ser sector especialmente sensible a los ciclos económicos, en las cifras de inicio del año publicadas por el BCE se esperaba un crecimiento del 0%, a la fecha de este análisis si bien no existen cifras oficiales del crecimiento sectorial de fin de año, hay algunos indicios que harían pensar que la disminución sería mucho mayor.

La tendencia sectorial mostrada en los años analizados ha estado influida por varios factores principalmente por la ejecución de la infraestructura impulsada por el Gobierno en diferentes sectores. No obstante, la finalización de múltiples proyectos y la no ejecución de otros, por atrasos de pagos a los contratistas, han afectado a esta actividad que sufre un freno importante.

Por otro lado, la construcción de vivienda en los últimos años se benefició de varios factores como el nivel de liquidez más alto en la economía, facilidad de financiamiento por parte de instituciones financieras privadas y públicas, y mayor capacidad adquisitiva promedio, entre otros.

En la coyuntura actual, según anuncios oficiales, a pesar de la mayor desaceleración económica por la contracción de los ingresos estatales derivada de la considerable disminución del precio del petróleo, el sector de la construcción, en especial de vivienda de precios medios y bajos sería una de las actividades estratégicas, y a la que el Gobierno espera mantener el impulso en este y en los siguientes años. Uno de los factores importantes para esto es el mantenimiento del crédito de vivienda a través del BIESS. A lo cual se suma, aunque en menor proporción, el mantenimiento del financiamiento proveniente del sector financiero cuya cartera de vivienda creció en 15% en el primer semestre del 2015, sin considerando únicamente el segmento uno de las cooperativas de ahorro y crédito.

No obstante, la construcción de vivienda se está viendo afectada por una disminución de la demanda, el crecimiento de precios y la incertidumbre del entorno macro.

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 y las varillas, que son producidas 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. Posteriormente, desde el 11 de marzo esta medida se cambió por la salvaguardia de balanza pagos, que establece sobretasas arancelarias que van desde el 5% hasta el 45%, para el 42% de las importaciones, si bien se establece que es una medida de carácter temporal no se tiene un plazo de expiración.

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 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 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 bajo corresponde a 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 algunos análisis de mercado de las empresas más grandes del país, PROMESA se encuentra entre las 100 empresas más grandes del país, posición que se mantiene hasta el presente. En el análisis realizado por la Revista Gestión de junio 2015, según su índice de tamaño que pondera las ventas, los activos, patrimonio y utilidades, la empresa se ubica en la posición No. 85 a nivel nacional.

De igual forma, según información del emisor, de acuerdo a investigaciones de mercado realizadas en años anteriores por empresas privadas, PROMESA es calificado como el mejor proveedor de artículos de ferretería y repuestos.

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 estas 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.

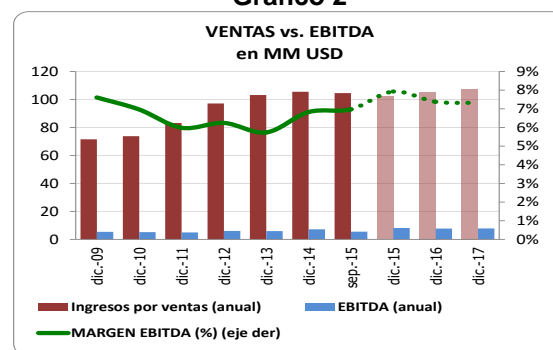
El gobierno corporativo es conservador, la administración está a cargo de profesionales con conocimiento de la operación y del mercado. La decisión de no repartir dividendos ha permitido la reinversión del 100% de los resultados generados por la empresa. Esta política se mantendría mientras dure la emisión 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, estados financieros de los años 2012 y 2013 auditados por la firma Deloitte & Touche bajo Normas NIIF; estados financieros del año 2014 auditados por PriceWaterHouse-Coopers. Además se analizó información interina con corte a septiembre 2015, también bajo Normas NIIF.

▪ Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 2



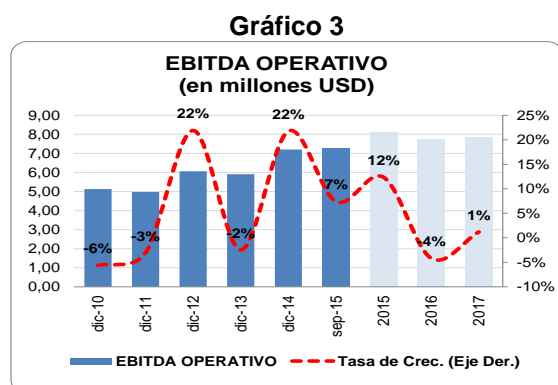
Fuente: Promesa Elaboración: BWR

*Ventas anualizadas al mes de sep-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, y a sep-2015 se advierte una disminución de 1.4% respecto de septiembre del 2014. Se podría esperar que al finalizar el año la disminución sea de alrededor del -3.25%, como efecto del freno que se ha observado

en toda la economía y particularmente en el sector de la construcción.

Las proyecciones sensibilizadas para el año 2016, consideran un crecimiento de ventas de 3% anual, considerando las estrategias de comercialización de la compañía y su alta diversificación de líneas de productos.



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

En la composición de ventas de Promesa, existe una participación mayoritaria de la línea ferretera (68% promedio), y en menor porcentaje, aunque con un crecimiento más dinámico, está la línea de productos dirigida al sector automotor. En este período la línea automotriz mantiene un leve crecimiento (1% anual), y la línea ferretera se reduce en alrededor del 2%.

El margen bruto ha sido estable históricamente, en promedio fue 21% en los últimos cinco años. En este período la empresa ha ejecutado varias estrategias buscando optimizar el costo de ventas y alcanza resultados positivos en el margen bruto que se eleva en alrededor de dos puntos porcentuales en comparación con sep-2014, llegando a 20.7%.

El margen esperado sensibilizado en las proyecciones para fin de año recoge este incremento, no obstante no se mantiene en el mismo nivel para el siguiente año, dado que se espera una coyuntura más complicada en cuanto a la negociación con proveedores y dado que el traslado de la sobre tasa de aranceles, que se mantendría hasta mediados de año, podrían dificultarse para ser incorporados al precio final del consumidor, por la presión en la demanda dado el entorno macro.

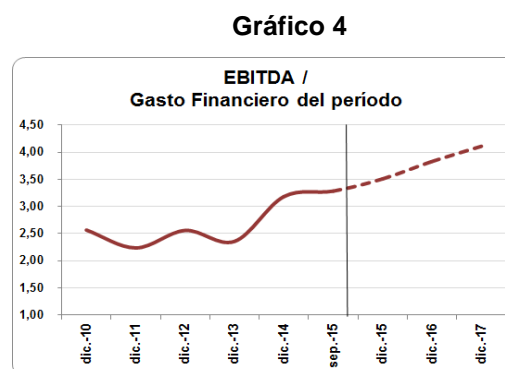
En el 2015, el mejor margen bruto compensa la disminución de los ingresos por ventas, por lo que el EBITDA generado a sep-2015 (USD 5.5MM) es mayor en 7.4% al alcanzado en el mismo período del año anterior, apoyado también por una mayor eficiencia en el gasto operacional, por lo que crece únicamente en 2.8% en comparación con el registrado a sep-2014.

Para fin del año 2015, si bien se espera un incremento estacional del gasto operacional que eleva su peso en relación a las ventas en casi dos puntos porcentuales, el EBITDA mantendrá su tendencia positiva con un crecimiento de 12.3% anual, llegando a USD 8MM.

Para el siguiente año (2016) se estima una disminución de alrededor del 4% considerando un lento crecimiento de ventas, un menor margen bruto y una ligera inflexibilidad en el de gasto operación.

El gasto operativo absorbe alrededor del 14.24% de las ventas a septiembre 2015, y está compuesto principalmente por gastos fijos administrativos. La proyección de fin de año estima una relación ligeramente mayor, dado que a pesar de que se mantiene un control de adecuado del gasto, el menor crecimiento de ventas elevaría el peso de estos. Para los siguientes años se mantiene un peso bastante cercano al de 2015, esto en un escenario conservador de acuerdo a un entorno con mayor incertidumbre.

El EBITDA esperado de los siguientes dos períodos, durante la vigencia de la emisión analizada, sería ligeramente menor al del año 2015 (USD 7.7MM y USD 7.8MM). Las premisas utilizadas son conservadoras y no consideran crecimiento en el sector de la construcción en el 2016. Se espera que se mantengan las estrategias de control de gasto operacional por lo que este crecería en menor proporción que las ventas, y se prevé una mayor presión del margen bruto que en 2015.



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 septiembre 2015 es positivo por USD 1.363M, y proviene

principalmente del diferencial cambiario por la negociación con proveedores del exterior.

El gasto del impuesto a la renta creció en 54% en relación con sept-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 a septiembre es 22.8% que se mantendría en niveles similares a final del año.

La utilidad neta a septiembre es USD 3.1MM, monto que supera en 48% al resultado alcanzado en su período similar del 2014. Esto significó un indicador de rentabilidad sobre activos (ROA) de 5.34% y sobre el patrimonio (ROE) de 13%. La capacidad de la empresa para manejar las relaciones con sus proveedores y mejoras en sus niveles de eficiencia tanto en manejo de inventarios como en gastos de operación le han permitido mejorar sus niveles de rentabilidad a pesar de la disminución que se podría esperar en los niveles de ventas.

Estimamos, que si bien en los siguientes años, en un entorno macro con más incertidumbre, tanto los ingresos por ventas, como las mejoras en eficiencia podrían ser afectadas por la necesidad de mejorar las condiciones de venta frente a la competencia, pero se mantendría una operación rentable y con una capacidad de generación de ingresos sostenida.

▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS

	dic-12	dic-13	sep-14	dic-14	sep-15
Total Activo Corriente	81%	82%	83%	83%	83%
Fondos Disponibles	1%	3%	2%	3%	4%
CxC Comerciales	37%	39%	37%	38%	33%
Inventarios Neto	42%	37%	40%	39%	38%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	2%	2%	1%
Gastos anticipados	0%	0%	1%	0%	1%
Total Activo No Corriente	19%	18%	17%	17%	17%
Propiedades	17%	17%	16%	16%	15%
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

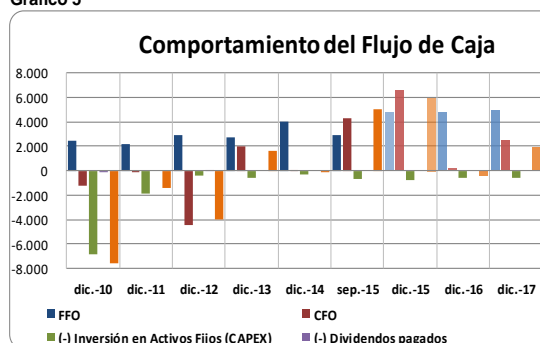
	dic-12	dic-13	sep-14	dic-14	sep-15
Total Pasivo Corriente	28%	26%	24%	22%	22%
Deuda Financiera CP	8%	9%	7%	8%	9%
Deuda Comercial	13%	13%	11%	10%	7%
Otros Pasivos CP	36%	22%	39%	25%	38%
Total Pasivo LP	38%	38%	37%	38%	36%
PATRIMONIO	34%	37%	38%	40%	42%

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

CORPORATIVO

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 5



Fuente: Promesa Elaboración: BWR

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 años, las inversiones han sido menores y básicamente para mantenimiento por USD 500M anual aproximadamente. En este año alcanzan USD 700M y no se esperan inversiones mayores en CAPEX para los siguientes años.

El Flujo de Caja Libre (FCL) de Promesa al finalizar el 2014 fue negativo en USD 43M, mientras que a septiembre 2015, debido a la generación del período y a la variación positiva de capital de trabajo derivada de una mejor recuperación de cuentas por cobrar, se alcanza un Flujo de caja libre positivo cercano a los USD 5MM.

Para fin de año se podría esperar que se utilice parte del FCL para cubrir el pago de la deuda financiera corriente. En este período se advierte un manejo eficiente de inventarios por lo que no fue necesario financiar un mayor requerimiento por este concepto, se observa más bien una ligera disminución de días de inventarios que pasan de 130.9 a 130.1 entre septiembre 2014 y septiembre 2015.

Adicionalmente, la liquidez le permitió a la empresa mejorar las condiciones de negociación con sus proveedores y redujo sus acreencias, con lo cual los días de cuentas por pagar pasaron de 37 días en sep-2014 a 25 días a sep-2015. La empresa espera mantener estas condiciones en los siguientes años, por lo que en la proyección no se prevé un incremento de días de proveedores.

La proyección considera que el flujo podría presionarse en el 2016, por un requerimiento de financiamiento de capital de trabajo similar al del 2014; a pesar de esto el CFO absorbería parte del requerimiento de Capex y se generaría únicamente un pequeño FCL negativo que sería absorbido sin necesidad de elevar el nivel de deuda.

La deuda financiera de Promesa al mes de septiembre 2015 llega a USD 32.6 MM, de la cual el 22% está clasificada contablemente como de corto plazo y el 78% restante es de largo plazo.

La deuda bancaria local (11% del total de deuda financiera) está contratada con dos instituciones, una con garantía hipotecaria y otra bajo firmas, ambas con tasas de interés similares a la tasa corporativa promedio del sistema. La deuda tiene vencimientos en los dos próximos años, 50% en cada uno. Con dichas instituciones Promesa mantiene líneas de crédito disponibles.

La deuda en mercado de valores a septiembre 2015 es de USD 5MM (15% del total de deuda financiera) del programa total aprobado por USD 10 MM que tiene vencimiento en julio del 2017. Promesa tiene la posibilidad de obtener financiamiento hasta por el total del saldo disponible previo al vencimiento del papel.

El 73.6% de la deuda financiera del emisor corresponde 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 en mayo del 2016 y el 11% en el año 2017.

Deuda Financiera: Vencimientos

al 30 de septiembre del 2015	Miles USD
Pagos hasta dic-15	5.000
Año 2016	23.280
Año 2017	3.162
Año 2018	1.243
Total	32.686

Fuente: Promesa Elaboración: BWR

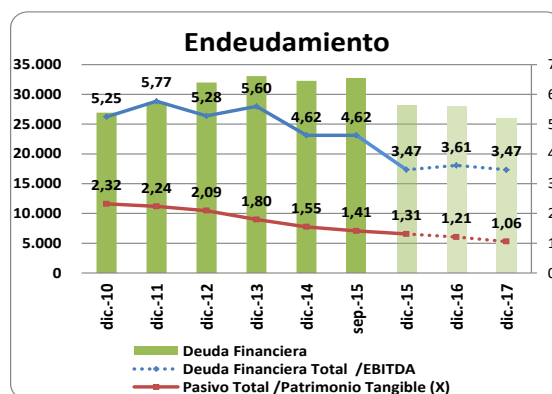
Otro pasivo de largo plazo lo constituyen las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio, que significan el 5.4% del pasivo total. Según información del Auditor, la Compañía cuenta con estudios actuariales realizados por peritos independientes, y realiza el gasto de provisión en función de ellos.

Promesa es una empresa que históricamente ha mantenido niveles de endeudamiento altos en relación a la generación de EBITDA; con índices más presionados que el 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 no requeriría flujos de la empresa, y su riesgo de refinanciamiento se mitiga por la decisión de la empresa de refinanciar esta deuda y la disposición del acreedor externo de aceptar el refinanciamiento.

El índice de deuda financiera sobre EBITDA de Promesa a septiembre 2015 es 4.62 veces. En el gráfico 6 se puede observar la tendencia del indicador, el cual bajo las premisas de proyección del EBITDA disminuye a 3.47 veces en dic-2015 por la cancelación de la deuda que vence en el corto plazo, hasta dic-2015. En los siguientes dos años se mantendría estable y en niveles similares.

No se espera que la empresa eleve su endeudamiento más de lo previsto, dado que el entorno económico no permitiría un mayor crecimiento de ventas y por tanto de requerimientos de capital de trabajo, adicionalmente, la empresa tampoco prevé mayores inversiones de Capex.

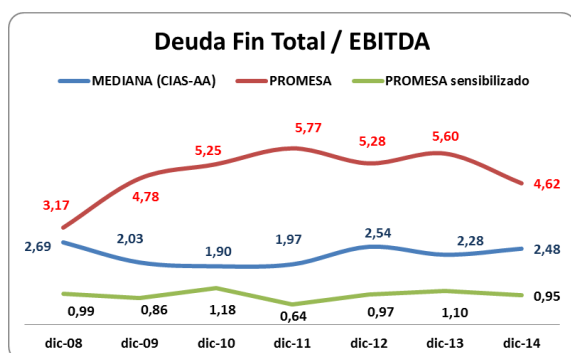
Gráfico 6



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 la intención expresa de la institución financiera acreedora y del emisor de renovarla en términos similares (sin amortizaciones intermedias) y a largo plazo. En el gráfico 7 se puede observar en verde el indicador de deuda sin considerar dicha deuda del exterior.

Gráfico 7



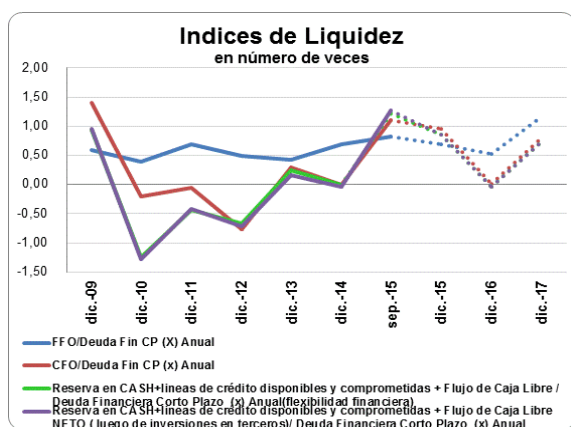
Fuente: Promesa Elaboración: BWR
*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

En relación al índice de deuda frente al patrimonio tangible (1.41 veces a sep-2015), 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 septiembre 2015, la empresa tuvo un flujo de caja libre (FCL) positivo de alrededor de USD 5MM, canceló la parte de la deuda financiera, que correspondía a los pagos corrientes de la deuda vigente y emitió parte del nuevo Papel Comercial por un total de USD 5MM, con un incremento neto de deuda de alrededor de USD 400M. La empresa acumula una liquidez extraordinaria que será utilizada para el pago de la deuda de corto plazo.

Como muestra el gráfico 8, al mes de septiembre 2015 la liquidez de la empresa se elevó coyunturalmente, a dic-2015 terminará también con liquidez alta a pesar del pago de parte de la deuda de corto plazo, y en el año 2016 el FCL volvería a un nivel negativo, debido a la necesidad de financiar capital de trabajo. La proyección prevé que el nivel de liquidez se presione 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	sep-15
Activo Líquido (USD M)	7.669,79
Activo Ajustado (USD M)	78.479,35
Activo Total (USD M)	79.340,38

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	6.406	6.406	1,20	12,25
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	1.800	8.206	0,93	9,56
3era	Deuda sin garantía específica de balance	37.740	45.946	0,17	1,71
TOTAL		45.946	45.946	0,17	1,71

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 1.71 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 las demás

obligaciones legales, y su relación con las emisiones en circulación, así como en relación al cumplimiento de los resguardos de las emisiones vigentes, en función de lo cual podemos afirmar que se cumple con todos los compromisos asumidos y requerimientos legales antes anotados.

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.

Los indicadores de liquidez inmediata mensual que mantiene la empresa a fecha de corte del análisis son los siguientes:

Saldos Contables	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez General
Abril	63.766.852	16.744.779	3,81
Mayo	62.856.570	15.332.624	4,10
Junio	63.166.055	15.381.186	4,11
Julio	61.974.717	14.116.773	4,39
Agosto	65.207.666	17.041.542	3,83
Septiembre	66.191.423	17.544.030	3,77
Promedio semestral	63.860.547	16.026.822	4,00

Fuente: PROMESA

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 15% 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. El 3% restante corresponde a activos intangibles correspondientes a inversiones en varios proyectos de software utilizados en diferentes procesos operacionales.

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.



PROMESA

(Miles de USD)	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	sep-14	dic-14	sep-15
Resumen de Resultados							
Ventas	73.715	83.179	97.142	103.162	79.467	105.520	78.380
% crecimiento	3,1%	12,8%	16,8%	6,2%	2,7%	2,3%	-1,0%
MARGEN BRUTO (%)	22,9%	22,0%	21,1%	21,5%	19,1%	21,2%	20,7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.131	4.974	6.063	5.913	5.087	7.201	5.464
MARGEN EBITDA (%)	7,0%	6,0%	6,2%	5,7%	6,4%	6,8%	7,0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.131	4.974	6.064	5.913	5.087	7.201	5.464
MARGEN EBITDAR (%)	7,0%	6,0%	6,2%	5,7%	6,4%	6,8%	7,0%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.433	3.922	4.889	5.262	3.858	5.462	4.310
MARGEN EBIT (%)	6,0%	4,7%	5,0%	5,1%	4,9%	5,2%	5,5%
Gasto Financiero del período	-1.999	-2.222	-2.368	-2.508	-2.361	-2.263	-1.664
Impuestos a la renta	-721	-531	-774	-648	-593	-1.216	-901
UTILIDAD NETA	2.192	1.860	3.166	2.646	2.101	2.655	3.108
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	1.328	1.738	832	2.966	1.635	1.986	7.670
Capital de Trabajo	36.769	39.803	46.367	47.356	51.054	51.558	50.686
Cuentas por Cobrar Comerciales	20.798	24.373	27.146	29.106	28.713	29.160	26.530
Inventarios	21.759	26.012	31.362	28.288	31.170	29.944	29.955
Cuentas por Pagar Proveedores	5.788	10.582	12.141	10.038	8.829	7.546	5.799
Deuda Financiera Total	26.919	28.686	31.987	33.088	31.707	32.286	32.686
Otros Pasivos	5.280	6.077	4.862	4.813	6.122	4.729	6.463
Patrimonio	18.288	21.786	24.968	27.631	29.733	30.286	33.395
Patrimonio Tangible	16.367	20.261	23.393	26.704	28.805	29.425	32.534
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	5.131	4.974	6.063	5.913	5.087	7.201	5.464
(-) Gasto Financiero del período	-1.999	-2.222	-2.368	-2.508	-2.361	-2.263	-1.664
(-) Impuesto a la renta del período	-721	-531	-774	-648	-593	-906	-913
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	1	0	0	1	2
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2.411	2.221	2.922	2.757	2.134	4.033	2.889
(-) Variación Capital de Trabajo	-3.592	-2.370	-7.401	-804	-2.487	-4.009	1.433
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1.182	-149	-4.480	1.953	-353	24	4.322
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	479	691	1.420	539	1.197	672	1.363
(-) 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 período	0	0	16	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6.854	-1.846	-426	-547	-464	-310	-696
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	-104	-506	-346	0	-428	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-7.557	-1.407	-3.976	1.600	380	-43	4.987
Margen de Flujo de Caja Libre %	-10,3%	-1,7%	-4,1%	1,6%	0,5%	0,0%	6,4%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	942	1.767	3.300	1.102	-1.381	-803	400
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-197	52	-232	-563	-329	-135	296
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	-6.813	412	-909	2.139	-1.330	-980	5.684
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	8.138	1.328	1.738	832	2.966	2.966	1.986
Indicadores							
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,21	2,00	2,23	2,10	1,90	2,78	2,74
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	2,57	2,24	2,56	2,36	2,15	3,18	3,28
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	2,57	2,24	2,56	2,36	2,15	3,18	3,28
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	5,25	5,77	5,28	5,60	4,82	4,62	4,62
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4,99	5,42	5,14	5,09	4,58	4,35	3,57
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	60%	57%	56%	54%	52%	52%	50%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,40	0,70	0,50	0,42	0,39	0,35	3,14
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0,19)	(0,05)	(0,76)	0,30	(0,09)	0,00	0,82
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera C	(1,24)	(0,44)	(0,67)	0,25	0,10	(0,01)	1,23
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inve	(1,28)	(0,42)	(0,71)	0,16	0,03	(0,03)	1,27



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 involucrado en este. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2015.