

Ecuador
Emisión de Obligaciones

Automotores y Anexos S.A. (AYASA)

Calificación:

	Calif. Anterior	Calif. Actual
Emisión de Obligaciones 2012	AA	AA
Emisión de Obligaciones 2015	AA	AA

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener a las **emisiones de obligaciones** que se analizan en el presente estudio, la calificación de 'AA'. La decisión del Comité considera tanto la alta flexibilidad operativa y financiera del emisor, como el complejo entorno en el que el sector automotriz se desenvuelve localmente.

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.

El sector se ha visto afectado por varias regulaciones que han restringido su nivel de ventas y por tanto su generación operativa. A futuro esperamos que el sector continúe presionado por regulaciones que limiten las ventas de vehículos en el País, situación que podría agravarse en la medida en que la balanza de pagos del Ecuador se siga deteriorando y el Gobierno persista en sus intentos de estabilizarla vía restricción de importaciones.

A pesar de lo indicado anteriormente, Automotores y Anexos S.A. ha logrado mantener en los últimos años una generación operativa importante, lo que refleja una adecuada gestión administrativa y comercial así como flexibilidad operativa debido a que por la naturaleza de su negocio una proporción importante de los costos y gastos son variables.

La empresa mantiene niveles de endeudamiento bajos en relación a su capacidad de generación y a su patrimonio, lo cual le otorga flexibilidad financiera frente a los riesgos del sector automotriz y la menor liquidez de la economía. De igual forma mantiene una cobertura adecuada del gasto financiero con su EBITDA. A pesar de la menor generación que se dio en 2015, la cobertura de deuda con el EBITDA se mantiene en niveles conservadores. En 2016 se espera un incremento coyuntural, donde la compañía planea financiar nuevos proyectos estratégicos de expansión además de mayores requerimientos de capital de trabajo. No obstante esperamos que la cobertura se mantenga en niveles controlados.

La liquidez de la compañía ha sido holgada en los últimos años, sin embargo y por los motivos anteriormente mencionados esta se ha presionado en 2016. El riesgo de refinanciamiento se mitigaría por las reservas de liquidez que mantiene la empresa y la flexibilidad de posponer los proyectos antes anotados en caso de requerirlo.

Se prevé que en los próximos años la liquidez de la compañía vaya mejorando moderadamente, en vista de que no se planean inversiones importantes, además de una mayor generación operativa.

La perspectiva de la calificación es estable. A futuro, la calificación podría mejorar en la medida en que las perspectivas del sector automotriz mejoren, o deteriorarse si es que un nuevo endurecimiento de cupos o nuevas medidas gubernamentales encaminadas a restringir las importaciones presionen significativamente la generación y los indicadores de endeudamiento respecto a lo esperado

Resumen Financiero

(Millones USD)	2015 (dic)	2016 (jun)
Activos	96,326	97,928
Ventas	157,781	64,884
Margen EBITDA (%)	9.2%	8.3%
ROA (%)*	6.4%	3.9%
Deuda / Capitalización (%)	21.7%	27.4%
CFO / Deuda Fin CP (x)	1.15	-0.82
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	3.33	-0.79
Deuda Financiera Total / FFO (x)	1.96	3.71

(X) Indicador en veces

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Andrés F Crespo
(5932) 226 9767 ext. 113
acrespo@bwratings.com

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Emisión de Obligaciones 2012			
Emisor:	AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. A.Y.A.S.A		
Clases:	A	B	C
Fecha de Aprobación SIC:	19-nov-12		
Número de resolución	Q.I.MV.2012.6043		
Fecha de Emisión:	19-dic-12	02-ene-13	23-ene-13
Fecha de Vencimiento	19-dic-15	02-ene-17	23-ene-18
Monto Autorizado:	USD 3 millones	USD 4 millones	USD 8 millones
Monto colocado:	USD 3 millones	USD 4 millones	USD 8 millones
Saldo Insoluto:	-	USD 750 mil	USD 2.8 millones
Plazo:	1080 días	1440 días	1800 días
Tasa de interés:	7.25% anual fija	7.5% anual fija	7.75% anual fija
Pago de intereses:	Trimestral		
Amortización de capital:	Trimestral, a partir de los 90 días contados desde la fecha de emisión.		
Garantía:	General		
Destino de la emisión:	Los recursos obtenidos por la colocación de las Obligaciones servirán para la reestructuración de pasivos y capital de trabajo de la compañía.		
Agente Estructurador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A		
Agente Pagador:	Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cia. Ltda.		
Representante de los obligacionistas:	Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cia. Ltda.		

Emisión de Obligaciones 2015			
Emisor:	AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. A.Y.A.S.A		
Clases:	A	B	C
Fecha de Aprobación SIC:	27-oct-15		
Número de resolución	SCVS.IRQ.DRMV.2015.2330		
Fecha de Emisión :	13-nov-15	-	-
Fecha de Vencimiento	13-nov-19	-	-
Monto Autorizado:	USD 7 millones	USD 5 millones	USD 3 millones
Monto colocado:	USD 6.3 millones	-	-
Saldo Insoluto:	USD 5.5 millones	-	-
Plazo:	1440 días	720 días	1080 días
Tasa de interés:	8% anual fija	7.5% anual fija	7.75% anual fija
Pago de intereses:	Trimestral		
Amortización de capital:	Trimestral, a partir de los 90 días contados desde la fecha de emisión.		
Garantía:	General		
Destino de la emisión:	Reestructuración de pasivos bancarios del exterior en 42% y el 58% restante para capital de trabajo consistente en pago a proveedores de vehículos y respuestos automotrices del exterior.		
Agente Estructurador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.		
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A		
Representante de los obligacionistas:	Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cia. Ltda.		

HECHOS RELEVANTES

Con base en la Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 8 de abril-2016 y la Reforma al contrato de Emisión de Obligaciones del 19 de mayo-2016, Automotores y Anexos S.A. realizó la eliminación de un resguardo financiero establecido voluntariamente para le Emisión de Obligaciones del 2012.

La eliminación del resguardo: Gastos Operativos (Gastos de Ventas+ Gastos Administrativos)/Ventas Netas< 0.17 no altera la capacidad de pago de las

emisiones calificadas

El mercado automotriz en 2015 tuvo nuevamente un escenario restrictivo tanto para las importaciones como para el ensamblaje local y en 2016, mediante la Resolución No. 045-2015 del 30 de diciembre de 2015 el COMEX aprueba un nuevo régimen de cupos tanto para la importación de autos como para las partes o CKD para su ensamblaje. Como consecuencia se reducen una vez más los cupos por marcas para vehículos, partes y piezas.

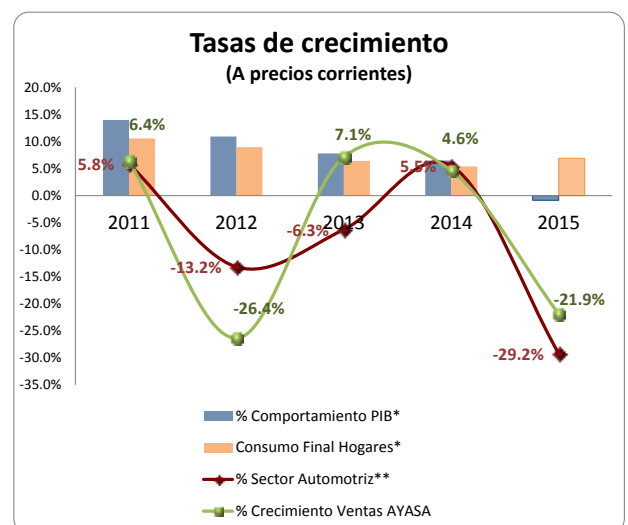
El impacto esperado de la medida antes citada en la situación económica y financiera de Automotores y Anexos se recoge en el presente informe.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Desde el año 2012 el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen nuevas normas técnicas que encarecen los vehículos y dificultan el proceso, mayores impuestos y cupos de importación.

Esto, sumado a un menor crecimiento macroeconómico, explica la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 32.4% en 2015. Lo anterior implica que en este último año se vendieron 38.95M unidades menos que en 2014 (120.26M unidades vendidas en este año).

Gráfico 1



Fuente: Automotores y Anexos S.A., BCE y AEADE
Elaboración: BWR
*Banco Central del Ecuador
**Resultados de mercado Ecuador AYASA.

Según información de la AEADE se espera que para finales del 2016 se dejen de percibir unos 313 millones de dólares debido a la reducción de la

venta de 21.000 vehículos¹. Por lo anterior se prevé que en este año se hayan vendido aproximadamente 61.26 M unidades.

Los cambios implementados también tienen su efecto para el sector ensamblador. Para el 2016 este grupo tiene un cupo ligeramente superior que en el 2015 para la importación de las partes y piezas (CKD) utilizadas para ensamblar los vehículos dentro del país.

Según la resolución del Comex, los ensambladores podrán ingresar al país USD 359.13 millones en CKD, correspondiente a 58,867 unidades. Esto, según las estadísticas de la AEADE, es 0,78% superior en número de vehículos y 1,06% superior en capacidad para importar en dólares².

Además de las regulaciones y la coyuntura macroeconómica actual, para este año se han reducido los créditos de consumo, los cuales afectan directamente a la demanda de vehículos. Esto se ha dado principalmente por una menor liquidez de la economía.

Cabe mencionar que las marcas que tienen ensamblaje nacional como la líder del mercado Chevrolet se han visto menos afectadas debido a que los cupos para importación de CKDs se redujeron en menor proporción que para vehículos.

Durante estos años de control de importaciones, la reducción de unidades se ha compensado en dólares por el incremento en el precio promedio por vehículo vendido, sin embargo en 2016 los precios en general de la industria han tendido a la baja. Esto sin duda se ha dado por la menor demanda actual que hay en el mercado.

Nissan ha perdido participación desde 2010 en aproximadamente 2.4pp a 2015 y la marca Renault en 2.5pp. A junio-2016 Nissan ha continuado con una pérdida de participación en el mercado y actualmente dicha marca posee un 4.3% de participación. Por su lado Renault ha mostrado un mejor desempeño ya que a junio-2016 posee un 3% del mercado frente a 1.4% en dic-2015. Esta recuperación se ha dado en parte porque la marca Renault se vio bastante afectada en el año 2015.

¹
<http://www.eluniverso.com/noticias/2015/10/07/nota/5171534/21000-vehiculos-se-dejan-vender-crisis-economica>

²
<http://www.eluniverso.com/noticias/2016/01/08/nota/5331094/menos-cupo-importar-carros-mas-ensamblar>

Otros aspectos de la mejora en la participación de Renault se explicarán posteriormente en este informe.

Según la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador se aprecia un mayor crecimiento en la venta de vehículos livianos (automóviles, camionetas, SUVs y VANs) que en la comercialización de pesados (buses y camiones). Esta tendencia podría revertirse debido a que la importación de estos últimos no se encuentra restringida.

A futuro esperamos que el sector continúe presionado por regulaciones que limiten las ventas de vehículos en el País, situación que podría agravarse en la medida en que la balanza de pagos del Ecuador se siga deteriorando y el Gobierno persista en sus intentos de estabilizarla vía restricción de importaciones.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Automotores y Anexos S.A. (AYASA) es una corporación automotriz que fue establecida en la ciudad de Quito en 1963 por tres grupos familiares. A través de estos 53 años de vida, la empresa ha atravesado por momentos coyunturales difíciles que los ha podido sobrellevar.

En los últimos 25 años la compañía ha pasado por varios cambios importantes, que junto con una planificación estratégica exitosa, le han permitido llegar a tener una generación operativa importante y una cobertura nacional a través de 25 puntos de venta y 17 puntos de servicio en el país.

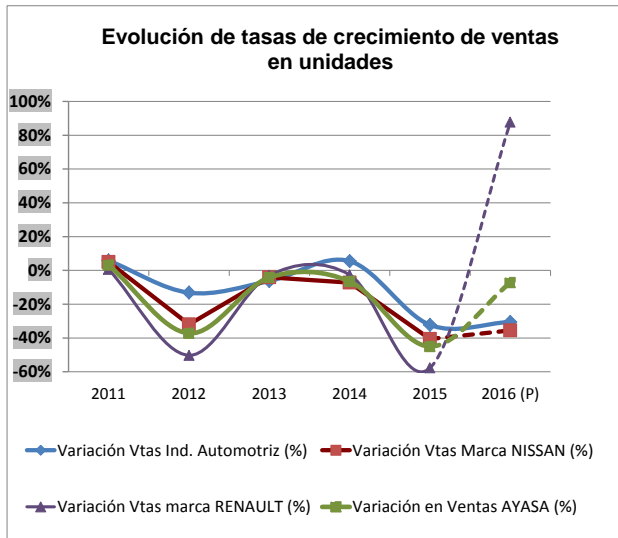
La compañía ha realizado contratos de distribución con los fabricantes de las marcas de vehículos Nissan y Renault y actualmente es el único representante de las mismas en Ecuador. Adicionalmente distribuye lubricantes aditivos CYCLO. En el año 2013 AYASA se fusiona con TALLERAUTO por absorción siendo esta última la absorbida, lo que provocó eficiencias operativas importantes.

Actualmente la compañía posee 698 empleados y tiene concesionarios propios en Quito, Guayaquil, Cuenca, Ambato y Manta. Adicionalmente cuenta con subdistribuidores con presencia en Ibarra, Loja, Machala, Riobamba así como también en la ciudad de Quito y Guayaquil.

A la fecha de corte de este informe no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

Los proveedores principales de AYASA son Nissan Mexicana de C.V.; Sofasa (Ensambladora de Renault en Colombia), desde donde la compañía importa la totalidad de la marca Renault; y Nissan Motor Corporation (Japón).

Gráfico 2



Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR

Históricamente y tomando en cuenta el gráfico 2 se puede apreciar el gran efecto que han tenido las restricciones legales desde finales del 2011 en el número de vehículos vendidos por el sector y el emisor. La menor restricción para el ensamblaje local beneficia especialmente a la marca líder (45.4% de participación a jun-2016), que ensambla nacionalmente aproximadamente el 80% de sus productos.

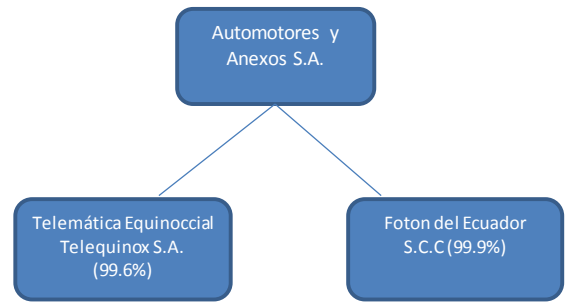
Actualmente los vehículos Renault son ensamblados en Colombia, que es miembro de la CAN (Comunidad Andina de Naciones), por lo cual estos tienen una preferencia arancelaria del 100%. Adicionalmente, esta línea se beneficia hoy en día por la devaluación del peso colombiano frente al dólar, lo que se refleja en un mejor margen bruto para la empresa.

AYASA maneja 7 líneas de negocios importantes, dentro de las cuales la línea de vehículos nuevos Nissan es la de mayor importancia, seguida por la línea de vehículos Renault. Juntas suman el 71.2% de los ingresos de la compañía a junio-2016. La venta de repuestos de ambas marcas representa aproximadamente un 16%.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

AYASA es la cabeza del grupo Automotores y Anexos S.A y Subsidiarias, conformado por las empresas Telemática Equinoccial Telequinox S.A., y Fotón del Ecuador S.C.C., con las cuales prepara estados financieros consolidados.

En el cuadro que se muestra a continuación se aprecia la participación de AYASA en cada una.



A través de la empresa Fotón, AYASA logra obtener la representación de la marca FOTON de China, la cual tiene una variedad de camiones pequeños, tracto-camiones, buses y otro tipo de vehículos. Esta marca tiene una alta participación en el mercado chino y representa una oportunidad para el grupo para ingresar al segmento de vehículos pesados, que en su mayoría no poseen restricciones en cuanto a cupos de importación. No obstante cabe mencionar que a la fecha FOTON continúa debajo del punto de equilibrio.

Telequinox tiene como actividad principal la venta de accesorios y repuestos de vehículos

Adicionalmente, AYASA tiene una participación de 35% en AUDESUR S.A. (concesionario de Nissan y Renault ubicado en el sur de Quito), y en otros negocios menores en distintas ciudades del país.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Al 30 de junio del 2016 el patrimonio de AYASA suma USD 60.7 MM, de los que el 36% corresponde a capital social

Accionistas	Tipo	Participación
NIAGARA INVESTMENT SERVICE LLC	EXTRANJERA	18.1%
ESPINOSA MALDONADO NICOLAS	NATURAL	17.0%
LUTE INTERNATIONAL CORP	EXTRANJERA	15.7%
MALO ALVAREZ LEONARDO GIL	NATURAL	8%
OTROS	-	41%

Las acciones de AYASA pertenecen principalmente a los grupos familiares fundadores y a sus herederos, aunque el Presidente Corporativo y varios ex empleados de la empresa también mantienen participaciones. Las acciones de NIAGARA INVESTMENT SERVICE LLC y LUTE INTERNATIONAL CORP corresponden principalmente a personas pertenecientes a una de las tres familias fundadoras.

Los accionistas y directivos de AYASA son profesionales con amplia experiencia en el mercado automotor e históricamente han apoyado a la Empresa a través de la capitalización de parte de sus utilidades. Esto se ve reflejado en que la deuda financiera representa solamente el 27% de la capitalización de la compañía.

Se puede destacar que dentro de los accionistas y directores se encuentran personas que tienen más de 20 años de experiencia en Automotores y Anexos.

Por otro lado AYASA al ser el único representante cuenta con el apoyo de la marca Nissan y es la número uno en América Latina en cuanto a manejo de marca.

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 del gobierno corporativo de la compañía son la Junta de Accionistas, el Directorio, la Presidencia Corporativa, la Dirección General de AYASA, la Dirección Comercial de Nissan, y la Dirección Comercial de Renault. La estructura actual empezó a implementarse a partir de fines del 2011, pero se formalizó en los estatutos de AYASA desde inicios del 2014.

El Directorio está conformado principalmente por personas que representan a los accionistas de AYASA. En los últimos años la empresa ha invertido en capacitaciones para mejorar su preparación y enfoque.

El Presidente Corporativo es el que dirige, supervisa y aprueba las propuestas y resultados del Director General, quien está encargado de la gestión operativa de AYASA y sus subsidiarias. A su vez el Presidente reporta y comunica al menos mensualmente al Directorio de la empresa los resultados obtenidos por el grupo.

La Presidencia Corporativa también ha establecido distintos comités conformados por algunos miembros del Directorio y distintas gerencias de la empresa enfocadas en la gestión estratégica, manejo financiero y coyuntura política, lo cual mejora la comunicación entre estas instancias.

Las dos marcas principales que administra AYASA se manejan a través de direcciones y un equipo comercial y técnico separado, de acuerdo a los lineamientos internacionales de cada una. No obstante, actualmente hacen uso de los departamentos de apoyo de la empresa (Finanzas, Contabilidad, Tesorería, Recursos Humanos, entre otros). Si bien en la mayoría de concesionarios y talleres se encuentran presentes vehículos tanto Nissan como Renault, en el futuro es posible que la empresa realice inversiones para separar los locales de atención completamente.

Los administradores de la empresa son profesionales con experiencia y formación adecuada y han mostrado fortalezas al implementar con éxito las estrategias y cumplir su gestión.

La empresa cuenta con información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio. Por su parte, el área de Auditoría Interna reporta directamente a la Dirección General de AYASA.

AYASA ha desarrollado cinco planes estratégicos durante los últimos 25 años y el último tiene un horizonte de tiempo hasta el año 2020. Se espera que este plan estratégico termine a finales del 2016.

Aualmente el Director General prepara el presupuesto anual de la entidad, considerando los objetivos estratégicos planteados.

Uno de los objetivos de la alta dirección es alinear a la empresa con prácticas reconocidas de gobierno corporativo, por lo que una vez concluida la planificación estratégica se empezaría a trabajar en temas tales como el establecimiento de un protocolo familiar.

En cuanto a la infraestructura informática cuentan con un aplicativo moderno para administrar la gestión contable, financiera, administrativa y comercial que permite la integración de la información localizada en todas las áreas de la empresa. Este consta de módulos específicos para la industria automotriz.

Actualmente se está probando un nuevo módulo de administración de cartera comercial para generar créditos directos, débitos automáticos, etc. Se espera también que para el próximo año esté establecido dentro de la compañía.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Automotores y Anexos S.A., individuales y consolidados auditados del período 2012-2014 por la firma Deloitte & Touche, los cuales son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los mismos no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado los estados financieros individuales y consolidados con corte al 31 de diciembre de 2015 auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía Ltda.

Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos con corte junio-2016.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por AYASA para el presente

proceso y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadoradora.

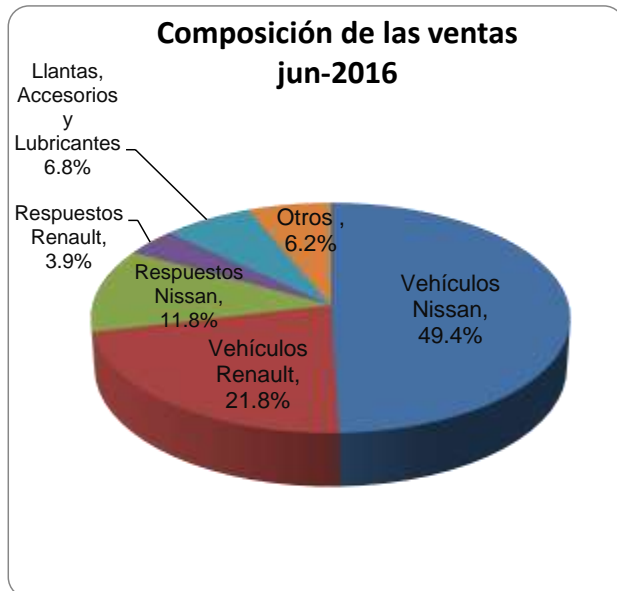
Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos y ventas del grupo que encabeza.

Gestión Operativa y Tendencias

A pesar de las complicadas condiciones del sector automotriz ecuatoriano, Automotores y Anexos S.A. (AYASA), tanto de forma individual como consolidada, ha logrado mantener en los últimos años una generación operativa importante, lo que refleja una adecuada gestión administrativa y comercial así como flexibilidad operativa debido a que por su naturaleza comercial una proporción importante de los costos y gastos son variables.

La principal fuente de ingresos operativos proviene de la comercialización de vehículos nuevos, que representa el 71.2% del total de ingresos de la compañía; aportan también las líneas de repuestos (15.7%) tanto para Nissan como para Renault y llantas, accesorios y lubricantes (6.8%).

Gráfico 3



Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR.

Al igual que el resto del sector al que pertenece, AYASA llegó al máximo de sus ingresos en el año 2011 vendiendo USD 255.3 MM equivalente a 15,253 unidades. Esta cifra incluye vehículos Nissan, Renault y exonerados. Posteriormente, las restricciones legales a la importación y venta han restringido la oferta de vehículos livianos.

A diciembre del presente año se vendieron 3861 unidades menos que en diciembre 2014 lo que

representa una caída en unidades del 45%. No obstante la disminución de las ventas en dólares cayeron en menor proporción (25.1%). Esto se dio principalmente por un incremento general de los precios además de un aumento en la participación de las líneas de posventa (repuestos y talleres). Adicionalmente en la nueva línea de *seminuevos*, tuvo un crecimiento importante desde el segundo semestre del 2015 aunque todavía tiene una participación menor.

A diferencia de lo sucedido en diciembre, a junio-2016 la caída en unidades (-37.8%) va bastante en línea con la caída en dólares (-30.3%), lo cual se ha dado por una baja en los precios y/o descuentos otorgados a los consumidores. Es claro que este hecho ha sido consecuencia de las complicadas condiciones macroeconómicas y la menor demanda local.

Para 2016 esperamos una caída en unidades de 7.2%. Sin embargo dicha caída será significativamente menor a la disminución en unidades que proyecta tener el sector (30.5%). Esta estimación se sustenta en un mayor volumen de ventas en los vehículos Renault; la empresa proyecta un crecimiento de un 1% en dicha marca mientras que en Nissan se espera una caída del 35% con respecto a diciembre-2015.

El desempeño esperado para 2016 de Renault se explica principalmente por las siguientes razones:

1. El 2015 fue un año particularmente malo para la marca Renault. Los automóviles importados especialmente en el segundo semestre del 2015 no se adecuaban a las nuevas normas de seguridad RTE 34 por lo que no pudieron ser vendidos. Si se espera una recuperación por este concepto para 2016.
2. El precio promedio de los vehículos Renault es bastante competitivo, hecho que toma mayor importancia tomando las condiciones económicas actuales.
3. Para 2016, Renault trae una gama renovada de vehículos año 2017.

Por otro lado, con respecto a las inversiones en sus subsidiarias, a través de estas AYASA pretende también incursionar en el segmento de vehículos pesados, que no poseen restricciones de cupo. Por último otro proyecto importante que podría contribuir en mediano plazo al aumento en ingresos del grupo es la internacionalización de la compañía.

Considerando lo anterior, la caída en dólares hacia fines de año se estima será de 10.4%.

Desde el 2012 se aprecia una tendencia del margen bruto a mejorar (20.89% en 2013, 21.11% en 2014 y

24.86% en 2015), por el aumento general de los precios de los vehículos, el cambio de la mezcla de líneas de negocio y un mayor control del costo de ventas, gracias a modificaciones en la gestión del transporte local de los vehículos importados.

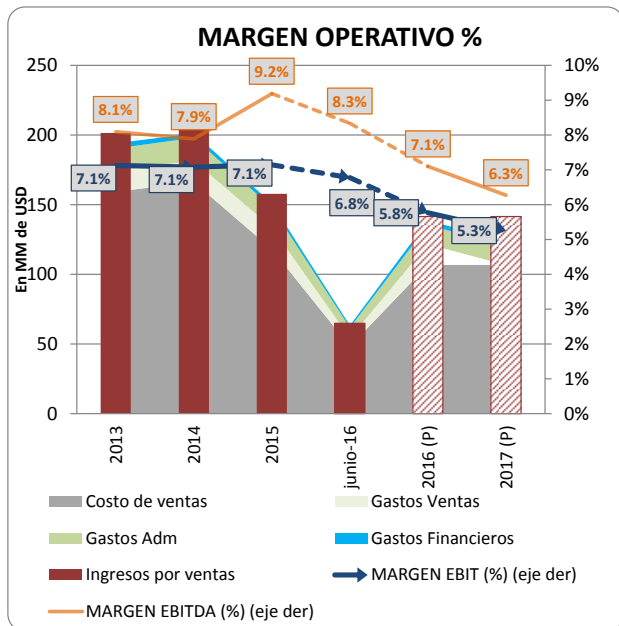
En 2015, el margen bruto (25.5%) también se vio beneficiado de un mayor enfoque hacia la importación y venta de vehículos de gama más alta y mayor rentabilidad, lo que aporta también a mejorar las ventas totales en dólares. Además se benefició de una reforma al cálculo del impuesto a los consumos especiales (ICE), la cual provocó una disminución en el costo de ventas.

Al contrario de lo sucedido en el año pasado, los precios en general de los automóviles se han contraído, además existen otros factores que podrían afectar el margen bruto para diciembre del 2016:

1. El aumento del IVA fue asumido por la compañía.
2. La normativa ICE redujo el precio final de los vehículos
3. A diferencia del 2015, existe una tendencia a la baja por ingresos de vehículos de gama más alta (más rentables).

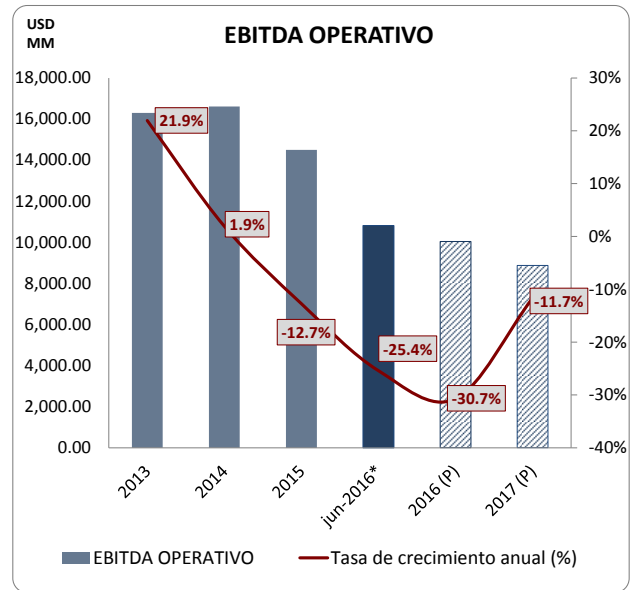
Proyectamos que el margen para fines de este año sea de 24.5%, además, dada la incertidumbre del mercado y de la economía esperamos este se mantenga en niveles similares para 2017.

Gráfico 4



Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Gráfico 5



Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

El desempeño del EBITDA depende en parte del comportamiento en ventas, que desde el 2015 ha presentado decrecimientos.

Principalmente la mejora en el margen bruto previamente explicada provocó que el EBITDA en 2015 caiga en menor proporción a las ventas.

A junio-2016 el peso del egreso operativo sobre las ventas aumenta anual y semestralmente; hecho que se da principalmente por mayores gastos en publicidad y marketing. Es claro que dichos gastos han sido mayores tomando en cuenta los esfuerzos de la compañía por lograr sostener las ventas.

	2014	2015	jun-16	2016 (p)
Egresos operativos/Ventas + otros ingresos operativos	14.91%	18.82%	20.27%	19.95%

Si bien esperamos que para finales de año el peso de los egresos operativos disminuya principalmente por menores comisiones al personal, comisiones a los distribuidores y optimizaciones logísticas, este será mayor al 2015. Para esto se debe tomar en cuenta que existe un componente fijo que resulta difícil de diluir ante una caída en ventas.

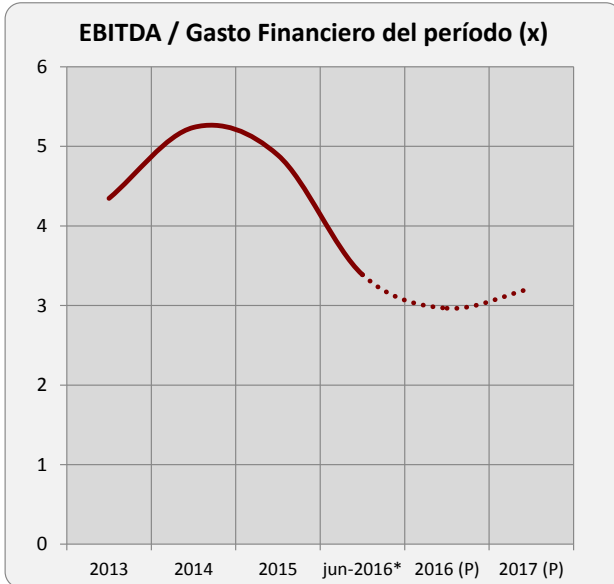
En las proyecciones ajustadas para 2016 se ha utilizado un decrecimiento proyectado en el EBITDA de alrededor de 31%.

En 2017 se espera una caída menor en el EBITDA tomando en cuenta un supuesto de crecimiento en ventas de 0%.

A diciembre del 2015, el EBITDA cubre en 4.9 veces el gasto financiero. A la fecha de corte dicha cobertura es de 3.4 veces. Si bien esperamos que dicha relación se presione en el 2016 debido a una

generación operativa más limitada, esta continuaría siendo adecuada, en niveles superiores a 2.9 veces, lo que le permitiría a AYASA mantener su flexibilidad financiera dentro del complejo entorno sectorial.

Gráfico 6



Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

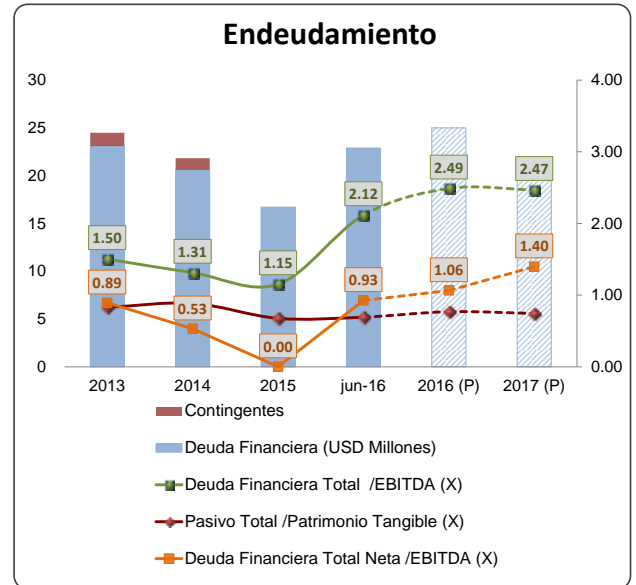
Estructura del Balance

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Total Activo Corriente	75%	76%	71%	70%	70%
Fondos Disponibles	20%	11%	13%	17%	13%
Inversiones temporales	1%	1%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	9%	15%	18%	9%	11%
Inventarios Neto	39%	30%	37%	37%	40%
Otras cuentas por cobrar	1%	5%	0%	2%	3%
Anticipo a proveedores	4%	13%	1%	4%	1%
Gastos anticipados	0%	0%	0%	0%	2%
Otros Activos corrientes	1%	1%	1%	1%	0%
Total Activo No Corriente	25%	24%	29%	30%	30%
Propiedades	20%	19%	20%	21%	21%
Inversiones Emp. Relac.	2%	3%	7%	7%	7%
Intangibles	0%	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Comerciales	0%	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	3%	3%	2%	2%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
Total Pasivo Corriente	24%	29%	28%	26%	29%
Deuda Financiera CP	13%	15%	9%	10%	18%
Deuda Comercial	4%	5%	8%	9%	3%
Otros Pasivos CP	7%	8%	11%	8%	6%
Total Pasivo LP	22%	15%	16%	11%	9%
PATRIMONIO	54%	56%	57%	63%	62%

Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

Gráfico 7



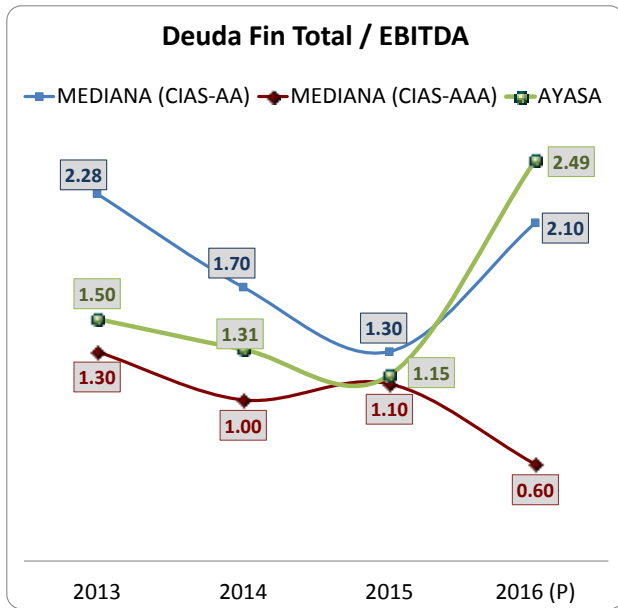
(X) Indicador en veces
Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR Proyecciones ajustadas por BWR

En los años analizados AYASA ha mantenido un bajo endeudamiento en relación a su capacidad de generación y a su patrimonio, lo cual le otorga a la empresa flexibilidad financiera frente a los riesgos de generación producidos por el entorno del sector automotriz y la menor liquidez de la economía.

La menor generación que hubo en 2015 se vio mitigada por una menor nivel de deuda financiera. Esta disminuyó de USD 20.62 MM en 2014 a USD 16.71 MM en 2015, debido principalmente a una liberación de capital de trabajo y menores inversiones en CAPEX. Por esta razón en 2015 la relación entre la deuda financiera y el EBITDA mejoró a 1.15 veces (1.3 veces en 2014).

Se espera que la cobertura de deuda con el EBITDA se mantenga en niveles conservadores, con un incremento en 2016 hasta alrededor de las 2.5 veces. En este año AYASA además de una menor generación, tendrá mayores requerimientos de capital de trabajo y planea financiar nuevos proyectos estratégicos hasta en USD 3 MM. De esta manera esperamos que la empresa necesite nueva deuda por aproximadamente USD 8 MM.

Gráfico 8



Fuente: Automotores y Anexos.
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

Si bien el cuadro anterior muestra que el nivel de deuda de la empresa compara favorablemente a 2015 con otras empresas con calificaciones similares; debe indicarse que las cifras proyectadas consideran un escenario de mantenimiento de restricciones similares en los cupos de venta de vehículos al menos durante el plazo de vigencia de la primera emisión.

Cabe mencionar que en el mediano plazo existe una incertidumbre sobre el comportamiento del mercado automotriz por lo que un nuevo endurecimiento de cupos o nuevas medidas gubernamentales encaminadas a restringir las importaciones, podrían presionar la generación y los indicadores de endeudamiento respecto a lo esperado. Dicho esto, se reconoce también la flexibilidad que ha tenido la empresa para mitigar los riesgos del complejo entorno de su sector en los últimos años.

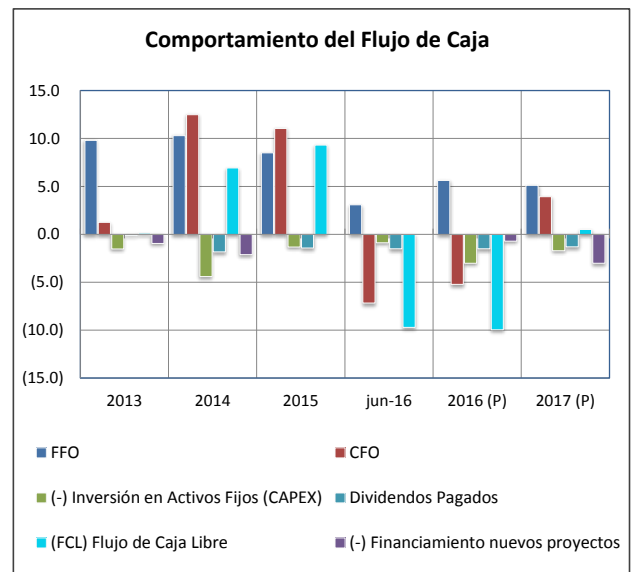
El indicador de pasivo total sobre patrimonio tangible presenta una tendencia relativamente estable y se espera que se mantenga en niveles conservadores en los próximos años considerando la disminución una disminución de la deuda para 2017. El amplio nivel patrimonial refleja el apoyo de los accionistas a la empresa, a través de una política conservadora de pago de dividendos, que ha fluctuado desde el 2012 entre 12% a 15% de las utilidades del año anterior.

Además es importante mencionar que al ajustar la deuda financiera con la caja actual de AYASA, que llega a USD 12.9 MM a junio-2016, se aprecia que esta le provee de flexibilidad adicional para el pago de sus obligaciones financieras.

La deuda financiera es otorgada por instituciones financieras locales, con plazos menores a un año y a junio-2016 se aprecia un deterioro en la estructura de plazos del pasivo financiero (78% concentración en el corto plazo). Esperamos que dicha estructura de plazos se mantenga en niveles similares para finales de este año.

Por la actividad de tipo comercial y la madurez del negocio, AYASA no requiere de inversiones constantes de capital.

Gráfico 9



(X) Indicador en veces
Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR Proyecciones ajustadas por BWR

El flujo de caja operativo (CFO) de AYASA individual ha sido positivo en todos los años analizados (históricos), a pesar del entorno. A diciembre-2015, la generación operativa cubrió los requerimientos de capital, el pago de dividendos y los requerimientos de CAPEX.

Es importante mencionar que analizando al Grupo Automotores y Anexos y Subsidiarias en 2013 hubo un flujo de caja operativo negativo debido a una mayor necesidad de capital de trabajo por un incremento en los anticipos a proveedores del exterior en USD 9.3 MM, diferencia que en AYASA individual fue menor. Esto se dio por decisiones de aumentar el inventario hasta el máximo nivel permitido.

En los últimos años la compañía no ha necesitado mayor nivel de endeudamiento, lo cual le permite estar mejor preparada para enfrentar el entorno negativo del País y del sector. Además no ha requerido inversiones significativas, lo que ha conllevado históricamente a que AYASA obtenga flujos de caja libres positivos.

No obstante a la fecha de corte el CFO es negativo (USD -7.2 MM), debido a un requerimiento importante de capital de trabajo. La nueva normativa de cupos de importación genera una mayor necesidad de acumulación de inventario. Adicionalmente ha existido una disminución en los días de cuentas por pagar y un aumento en los días de cuentas por cobrar a concesionarios específicos.

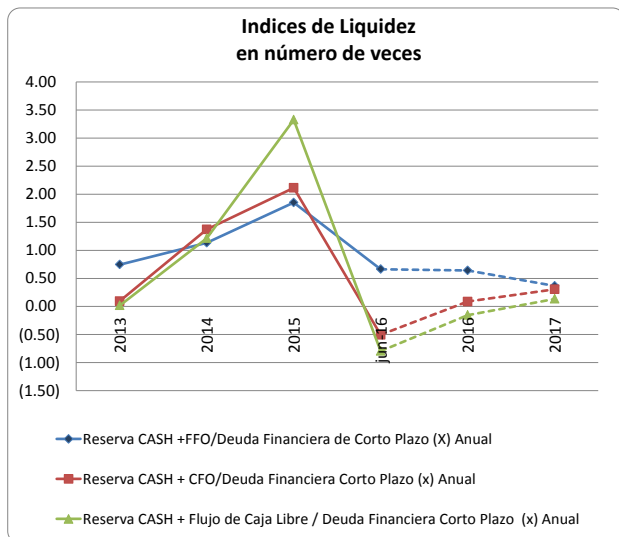
Las inversiones en CAPEX para finales de año están estimadas en USD 3 MM las cuales están alineadas a los proyectos de internacionalización y al mantenimiento de maquinaria. Se proyecta un pago de dividendos de USD 1.5 MM que a la fecha de corte ya están pagados.

Considerando lo sucedido hasta la fecha y lo explicado en el párrafo anterior prevemos que para finales del 2016 haya un FCL (Flujo de Caja Libre) negativo de USD 10 MM.

De mantenerse las condiciones actuales del entorno, a futuro se esperaría que la operación genere excedentes, sin importantes requerimientos de capital de trabajo ni inversiones significativas de capital. En el gráfico No. 9 “Comportamiento del Flujo de Caja”, se pueden apreciar nuestras expectativas de generación y uso de fondos de la Empresa durante 2017.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 10



Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Los fondos disponibles de AYASA se utilizan principalmente para comprar inventario del exterior, tanto para Nissan como para Renault. A la fecha de corte AYASA tuvo una caja de USD 12.5MM. De este monto, alrededor de USD 7 MM se utilizan para la operatividad normal del negocio y los restantes USD 5.5 MM son una reserva de liquidez que la compañía ha decidido mantener debido a la

falta de liquidez en la economía.

En general la liquidez de la compañía ha sido holgada en los últimos años, salvo en 2013 cuando la empresa sí requirió nuevo endeudamiento, por las necesidades de capital de trabajo explicadas anteriormente.

El flujo de caja libre que presentó AYASA a diciembre del 2015 sumado a la reserva en liquidez antes anotada representa 1.93 veces la deuda financiera de corto plazo final. Este valor ha sido el mejor en los últimos años de la compañía. No obstante en 2016 y según nuestras estimaciones, la liquidez de AYASA se presionará de manera importante. Si se toma en cuenta la menor generación y mayores requerimientos de capital de trabajo CAPEX y dividendos, AYASA requeriría refinanciar su deuda y generar deuda adicional por aproximadamente USD 8.2 MM en ese año.

A pesar de esto se prevé que en los próximos años la liquidez de la compañía vaya mejorando moderadamente, en vista de que no se planean inversiones importantes además de una mayor generación operativa.

Consideramos que la empresa posee la flexibilidad necesaria para posponer los proyectos en caso de que las condiciones económicas lo requieran.

Cabe indicar que en las proyecciones no se considera el escenario de que la empresa empiece a otorgar financiamiento directo para la compra de vehículos, lo cual dependiendo del monto y plazo podría presionar estos indicadores sobre lo estimado actualmente.

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	jun-16
Activo Líquido (USD)	12.862.17
Activo Ajustado (US)	90.914.55
Activo Total (USD M)	97.928.29

dic-15					
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	9,574.19	9,574.19	1.34	9.50
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	4,029.77	13,603.96	0.95	6.68
3era	Deuda sin garantía específica de balance	23,605.35	37,209.31	0.35	2.44
TOTAL		37,209.31	37,209.31	0.35	2.44

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 2.44 veces. 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.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa. De acuerdo al cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

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.

A continuación se presenta un cuadro de liquidez o circulante de los últimos 6 meses:

Saldos contables en dólares						
	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16
Activo corriente	74,748,767	89,976,826	89,311,047	96,936,544	90,414,400	68,669,671
Pasivo corriente	32,880,426	48,076,880	48,643,897	56,297,601	49,167,990	28,013,765
Indicador Liquidez Corriente	2.27	1.87	1.84	1.72	1.84	2.45

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 70% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 30% 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 LAS EMISIONES CALIFICADAS

En función del certificado con corte diciembre del 2015 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de las dos emisiones.

Por último 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.

La emisión del año 2012 cuenta con las siguientes limitaciones de endeudamiento a los que la compañía se sujetará.

Mientras existan obligaciones en circulación y hasta su total cancelación, la compañía deberá mantener los siguientes resguardos financieros:

1. Activos Corrientes/ Pasivos Corrientes > 1

Además la compañía posee las siguientes obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones mientras esté vigente la emisión citada:

- (i) La compañía continuará manteniendo su política proactiva en cuanto a la comercialización y apertura de nuevos mercados, con prudencia ante el crecimiento y dando privilegio a la eficiencia frente al volumen; todo esto con la finalidad de preservar el cumplimiento de su objeto social, y aspira poder cumplir con sus clientes y sus acreedores, de manera especial con los tenedores y futuros compradores de las Obligaciones de Largo Plazo que emite la compañía en el Mercado de Valores;
- (ii) No repartir dividendos a los accionistas mientras existan obligaciones en mora; y,
- (iii) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Con respecto a la emisión 2015, AYASA se compromete a:

1. Establecer las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de las obligaciones:

1.1. 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 las obligaciones; y,

1.2. Los activos reales sobre los pasivos de la compañía deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

3. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de los activos libres de gravamen sobre las obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo trece (13) de la sección primera (I), del capítulo tercero (III), subtítulo primero (I), del Título tercero (III) de la Codificación de



Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, el Libro 2 del Código Orgánico Monetario y Financiero Ley de Mercado de Valores y demás normas pertinentes.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

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

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita 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 de papel en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte, AYASA mantiene dos emisiones de obligaciones vigentes en el mercado de valores cuyas características constan en el presente informe.

Automotores y Anexos S.A.					
(Miles de USD)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Resumen de Resultados					
Ventas	187,953	201,390	210,687	157,781	64,884
% crecimiento	-26.4%	7.1%	4.6%	-25.1%	-17.8%
MARGEN BRUTO (%)	19.4%	20.9%	21.1%	25.2%	25.5%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,366	16,298	16,612	14,498	5,407
MARGEN EBITDA (%)	7.1%	8.1%	7.9%	9.2%	8.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,366	16,298	16,612	14,499	5,408
MARGEN EBITDAR (%)	7.1%	8.1%	7.9%	9.2%	8.3%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,675	14,348	14,915	11,277	4,396
MARGEN EBIT (%)	6.7%	7.1%	7.1%	7.1%	6.8%
Gasto Financiero del período	-4,091	-3,749	-3,171	-2,965	-1,596
Impuestos a la renta	-2,068	-2,731	-3,130	-3,016	-724
UTILIDAD NETA	7,523	8,439	9,218	6,010	1,918
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	14,956	9,925	12,987	16,673	12,862
Capital de Trabajo	32,720	34,035	45,697	35,681	47,488
Cuentas por Cobrar Comerciales	6,668	12,797	17,401	8,367	10,883
Inventarios	28,769	25,863	35,971	35,641	39,173
Cuentas por Pagar Proveedores	2,716	4,624	7,676	8,327	2,568
Deuda Financiera Total	18,430	23,097	20,620	16,706	22,889
Otros Pasivos	12,787	8,471	12,795	10,985	11,753
Patrimonio	39,383	47,728	55,133	60,308	60,719
Patrimonio Tangible	37,856	45,324	47,755	53,255	53,705
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	13,366	16,298	16,612	14,498	5,407
(-) Gasto Financiero del período	-4,091	-3,749	-3,171	-2,965	-1,596
(-) Impuesto a la renta del período	-2,068	-2,731	-3,130	-3,016	-724
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,207	9,818	10,311	8,517	3,087
(-) Variación Capital de Trabajo	4,706	-8,556	2,176	2,538	-10,248
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	11,913	1,261	12,487	11,055	-7,161
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,007	571	797	714	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-194	0	-158
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-153	4	109	340	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-850	-93	-1,813	-1,407	-1,507
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-520	-1,519	-4,400	-1,319	-875
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-67	-97	-51	-54	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	11,330	127	6,935	9,329	-9,701
Margen de Flujo de Caja Libre %	6.0%	0.1%	3.3%	5.9%	-15.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-4,652	4,667	-2,477	-3,914	6,182
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-1,063	-8,884	708	-1,730	-292
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-940	-2,105	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	5,615	-5,031	3,062	3,686	-3,811
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	9,340	14,956	9,925	12,987	16,673
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.76	3.62	4.25	3.87	2.94
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3.27	4.35	5.24	4.89	3.39
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.27	4.35	5.24	4.89	3.39
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.38	1.50	1.31	1.15	2.12
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.26	0.89	0.53	0.00	0.93
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	32%	34%	28%	22%	27%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.74	0.75	1.13	1.85	0.66
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.23	0.10	1.37	1.15	(0.82)
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.88	0.02	1.21	3.33	(0.79)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	1.17	0.01	0.76	1.93	(0.79)

AYASA CONSOLIDADO				
(Miles de USD)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Resumen de Resultados				
Ventas	200,456	204,329	220,636	161,027
% crecimiento	-25.3%	1.9%	8.0%	-32.6%
MARGEN BRUTO (%)	22.0%	22.1%	22.1%	25.4%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14,441	15,476	16,572	13,576
MARGEN EBITDA (%)	7.2%	7.6%	7.5%	8.4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14,441	15,476	16,572	13,577
MARGEN EBITDAR (%)	7.2%	7.6%	7.5%	8.4%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,574	13,786	14,761	10,390
MARGEN EBIT (%)	6.8%	6.7%	6.7%	6.5%
Gasto Financiero del período	-4,632	-4,129	-3,568	-3,028
Impuestos a la renta	-2,578	-2,844	-3,275	-3,094
UTILIDAD NETA	7,218	7,275	8,230	4,962
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	0	0	3,700	3,701
Capital de Trabajo	32,398	36,887	49,098	39,746
Cuentas por Cobrar Comerciales	6,453	11,923	16,394	8,548
Inventarios	29,164	29,688	39,889	39,630
Cuentas por Pagar Proveedores	3,218	4,724	7,184	8,432
Deuda Financiera Total	30,006	27,534	24,599	19,623
Otros Pasivos	39,672	42,914	44,096	37,674
Patrimonio	39,026	46,176	52,898	57,464
Patrimonio Tangible	984	699	578	558
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	14,441	15,476	16,572	13,576
(-) Gasto Financiero del período	-4,632	-4,129	-3,568	-3,028
(-) Impuesto a la renta del período	-2,578	-2,844	-3,275	-3,094
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,230	8,504	9,729	7,454
(-) Variación Capital de Trabajo	4,703	-12,629	2,258	1,915
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	11,933	-4,125	11,987	9,369
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	854	461	499	694
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-187	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	140	105	-70	14
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-928	-410	-1,629	-1,407
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-882	-1,648	-3,871	-303
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-123	-81	-63	-54
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	10,994	-5,698	6,667	8,314
Margen de Flujo de Caja Libre %	5.5%	-2.8%	3.0%	5.2%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-5,236	291	-6,161	-3,790
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	26	-627	850	-1,031
OTRAS INVERSIONES NETO	-130	174	28	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	5,654	-5,860	1,384	3,493
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	12,969	18,623	12,763	14,147
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.56	3.06	3.73	3.46
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3.12	3.75	4.64	4.49
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	3.12	3.75	4.64	4.48
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	1.90	1.79	1.30	1.41
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	0.61	0.96	0.44	0.01
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	41%	37%	29%	23%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.55	0.48	1.36	0.99
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.91	(0.23)	1.21	0.81
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.83	(0.32)	1.05	1.08
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	0.83	(0.32)	1.05	1.07

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.