

Ecuador  
Emisión de Obligaciones

**Automotores y Anexos S.A. (AYASA)**

**Calificación:**

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último cambio
Emisión de Ob. 2012	N/R	AA	—
Emisión de Ob. 2015	N/R	AA	—

**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

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

NR: No registra cambio de calificación.

**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 las emisiones 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. Esperamos que en 2017 exista una recuperación del sector tomando en cuenta que ya se concluyó la Resolución 50 de COMEX. Esto implica que para este año no existirán cupos a la importación de vehículos.

A pesar de las complicaciones del sector en años pasados, Automotores y Anexos S.A. ha logrado mantener 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.

El nivel de deuda financiera y su relación con el EBITDA se presionó significativamente en el 2016 debido a un aprovisionamiento extraordinario de inventario que se irá utilizando a lo largo del 2017. Por tanto esperamos que el endeudamiento retorne a niveles más conservadores tanto en este año como en 2018.

La cobertura del gasto financiero con su EBITDA fue más apretada, sin embargo esperamos que en el corto plazo los indicadores vuelvan a niveles comparables con empresas con calificaciones similares.

La liquidez de la compañía ha sido holgada en los últimos años, no obstante y por los motivos anteriormente mencionados esta se presionó en 2016. El riesgo de refinanciamiento se mitigaría por las reservas de liquidez que mantiene la empresa, por la posición de la empresa en el mercado y su buena relación con varias instituciones financieras.

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 y la liberación de capital de trabajo esperada.

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)	dic-15	dic-16
Activos	96,326	112,988
Ventas	157,781	136,087
Margen EBITDA (%)	9.2%	7.1%
ROA (%)*	6.4%	3.8%
Deuda /Capitalización (%)	21.7%	39.0%
CFO / Deuda Fin CP (X)	1.15	-0.73
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	3.33	-0.66
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.96	8.45

(X) Indicador en veces

**Contactos:**

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

Andrés F Crespo  
(5932) 226 9767 ext. 113  
[acrespo@bwratings.com](mailto: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
Saldo Insoluto:	-	USD 250 mil	USD 2 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 Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A		
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	11-ago-16	01-sep-16
Fecha de Vencimiento	13-nov-19	11-ago-18	01-sep-19
Monto Autorizado:	USD 7 millones	USD 5 millones	USD 3 millones
Saldo Insoluto:	USD 5.25 millones	USD 4.38 millones	USD 2.75 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 Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A		
Representante de los obligacionistas:	Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cia. Ltda.		

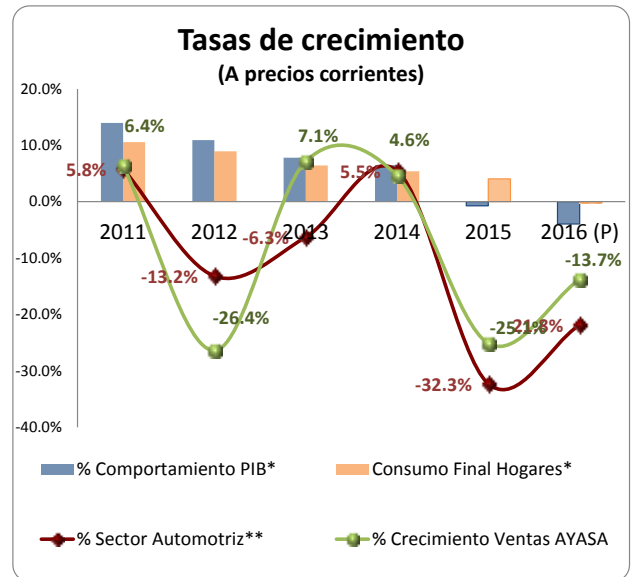
**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Desde el año 2012 el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados han incluido 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 32.3% en 2015. Lo anterior implica que en este último año se vendieron 38.75M 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 AEADE.

En 2016 se dejaron de percibir aproximadamente 300 millones de dólares debido a la reducción de la venta de 17.750 vehículos. Lo anterior implica que en este año se vendieron 63.56 M unidades o una caída del 21.8% con respecto a 2015.

Sin embargo cabe mencionar que en el cuarto trimestre de 2016, el mercado automotriz se recuperó y creció en un 21% en relación al último trimestre de 2015, informó la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE). Según la AEADE, diciembre de 2016 fue el mejor mes de venta debido a la expansión de crédito de la banca privada desde mediados de ese año, así como la concesión del cupo adicional de \$ 50 millones en importaciones de vehículos realizada en octubre.<sup>1</sup>

Esperamos que en 2017 exista una recuperación del sector tomando en cuenta que ya se concluyó la vigencia de la Resolución 50 de COMEX. Esto implica que para este año no existirán cupos a la importación de vehículos. Con esta perspectiva y una mayor estabilidad en la normativa para el sector, se esperan vender aproximadamente 73.000 vehículos en 2017; equivalente a un crecimiento de 14.8%.

<sup>1</sup>

<http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/el-sector-automotriz-recupero-sus-ventas-a-finales-de-2016>

Cabe mencionar que con base en estadísticas del sector en enero del 2017 se han vendido aproximadamente 6000 unidades cuando en enero del 2016 se vendieron 3800. De esta manera se evidencia una clara recuperación por lo que ratificamos la expectativa de un desempeño positivo de la industria automotriz para el presente año.

## 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 54 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.

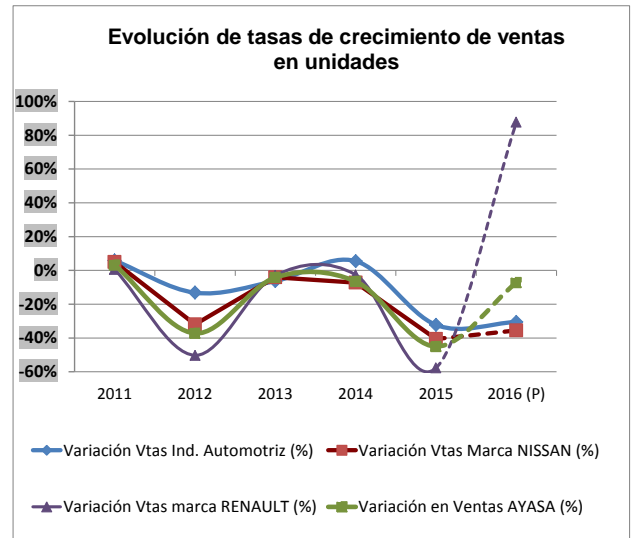
La compañía ha realizado contratos de distribución con los fabricantes de las marcas de vehículos Nissan y Renault y actualmente es el único representante de las mismas en Ecuador. Adicionalmente distribuye lubricantes aditivos CYCLO. En el año 2013 AYASA se fusiona con TALLERAUTO por absorción siendo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

Actualmente la compañía posee 707 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**



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 (44.6% de participación a dic-2016), que ensambla nacionalmente aproximadamente el 80% de sus productos.

Si bien Nissan ha perdido participación desde 2011 en aproximadamente 3.5pp a 2016 y la marca Renault en 0.5pp, en los últimos meses ambas marcas han ganado nuevamente participación. Actualmente Nissan posee un 4% del mercado mientras que Renault se acerca al 3%.

Cabe señalar que 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.

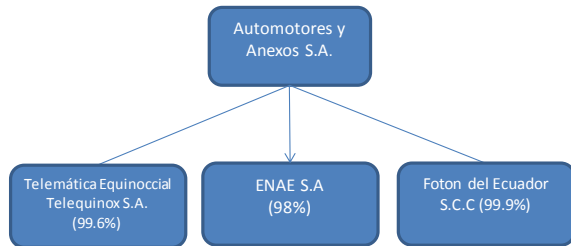
AYASA maneja 7 líneas de negocios importantes, dentro de las cuales la línea de vehículos nuevos Nissan es la de mayor importancia, seguida por la línea de vehículos Renault. Juntas suman el 71.4% de los ingresos de la compañía a diciembre-2016. La venta de repuestos de ambas marcas representa aproximadamente un 15%.

## 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., Fotón del Ecuador S.C.C. y ENAE ENTERPRISE NATIONAL & ALAMO DEL ECUADOR S.A. 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 logro 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 y ENAE se dedica especialmente al servicio de renta de vehículos tanto livianos como pesados.

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 31 de diciembre del 2016 el patrimonio de AYASA suma USD 62.8 MM, de los que el 34% corresponde a capital social

Accionistas	Tipo	Participación
ESPINOSA MALDONADO NICOLAS	NATURAL	17.0%
LUTE INTERNATIONAL CORP	EXTRANJERA	15.7%
NIAGARA INVESTMENT SERVICE LLC	EXTRANJERA	14.9%
MALO ALVAREZ LEONARDO GIL	NATURAL	8%
OTROS	-	44%

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 39% 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. Desde el segundo semestre del 2016 se ha incorporado un nuevo Director de Negocios y se han implementado nuevos Comités de la Presidencia.

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.

Anualmente 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 en 2017 se establezca 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 diciembre-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.

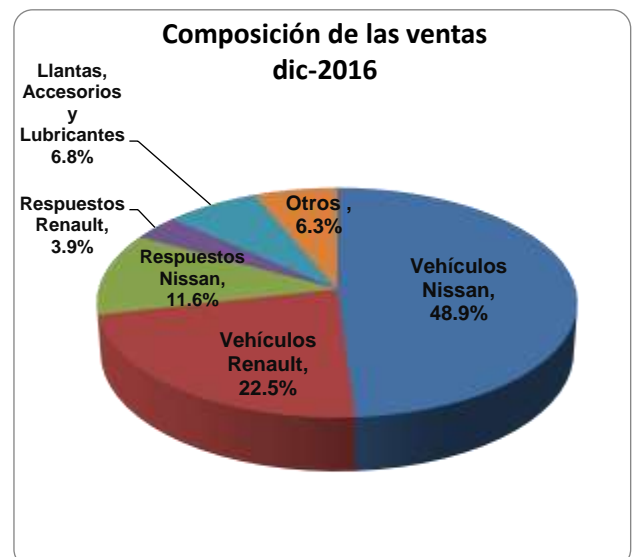
Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos y ventas del grupo que encabeza.

### 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 71.4% del total de ingresos de la compañía; aportan también las líneas de repuestos (15.2%) tanto para Nissan como para Renault y llantas, accesorios y lubricantes (7.1%).

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.

En el 2015 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%).

A diferencia de lo sucedido en 2015, a la fecha de corte (dic-2016), la caída en unidades (-11.2%) va bastante en línea con la caída en dólares (-13.8%), lo cual se dio por una baja en los precios y/o descuentos otorgados a los consumidores. Sabemos que este hecho ha sido consecuencia de las complicadas condiciones macroeconómicas y la menor demanda local.

No obstante, las ventas de la compañía han caído en menor proporción a las del sector automotriz pues este a diciembre-2016 cayó en 22%. Además los ingresos cayeron en menor medida a los del año 2015.

Lo anterior se sustentó principalmente en un mayor volumen de ventas en los vehículos Renault; la empresa tuvo un crecimiento de un 66.7% en dicha marca mientras que en Nissan decreció en 35% con respecto a diciembre-2015.

El desempeño en 2016 de Renault se fundamenta 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 trajo 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

Para 2017 y de acuerdo a las proyecciones del cliente esperamos un crecimiento de las ventas entre un 20% y un 25%. Un factor importante de crecimiento en ventas es la eliminación de los cupos de importación. Por otro lado AYASA pretende impulsar sus ventas mediante la adición de nuevos modelos en ambas marcas. Dentro de

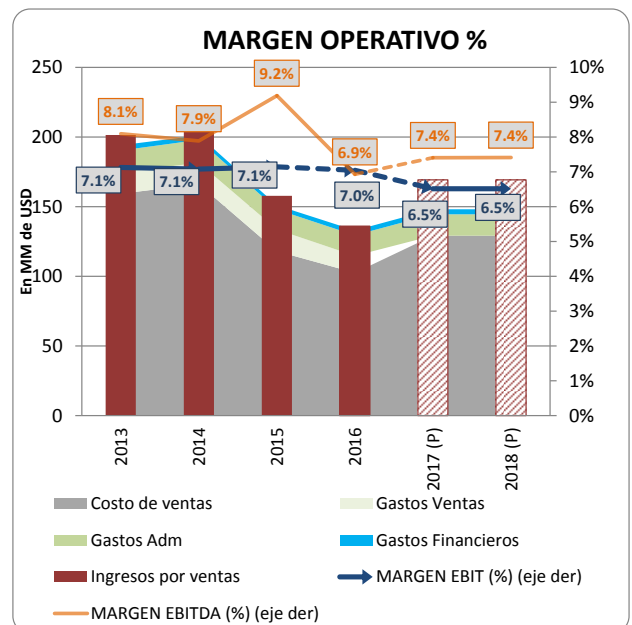
estos se encuentra el Nissan Kicks que ha sido bien acogido en el mercado. Se espera que solo de este modelo se vendan cerca de 900 unidades en todo el 2017. Otros modelos a destacar son la camioneta Frontier y el nuevo Nissan Pathfinder.

Históricamente se ha apreciado una tendencia del margen bruto a mejorar (21.1% en 2014, 25.2% 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.

No obstante en 2016 dicho indicador se presionó ligeramente tomando en cuenta la importación y venta de vehículos de gama más baja (menor rentabilidad); los precios en general de los automóviles se contrajeron y el aumento de IVA fue asumido por la compañía. Además, debido a los cupos de importación y ciertas normativas, la empresa incurrió en mayores gastos logísticos y de desaduanización.

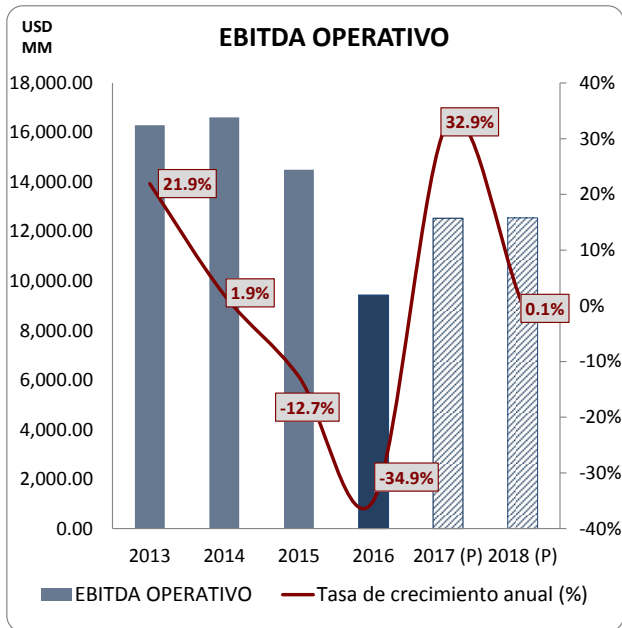
Proyectamos que para 2017 el margen se presione ligeramente debido a un cambio en el mix de ventas. Se espera una disminución en la participación de la línea de repuestos (margen aproximado de 45%) sobre el total de ventas; considerando el aumento previsto de la línea de vehículos. La línea de repuestos y la línea de vehículos tienen un margen aproximado de 45% y 16% respectivamente.

**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.

En el 2016 el peso del egreso operativo sobre las ventas aumentó; hecho que se dio 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.

	2013	2014	2015	2016
<b>Egresos operativos/Ventas + otros ingresos operativos</b>	15.16%	14.91%	18.82%	19.35%

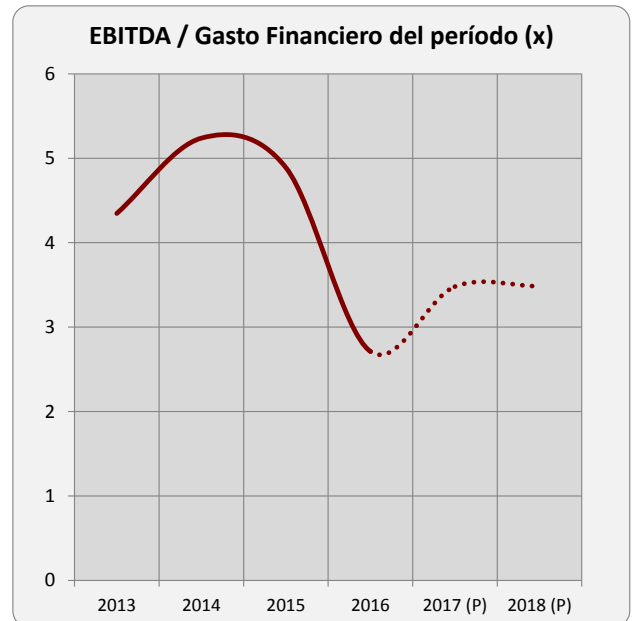
Dicho incremento se dio a pesar de una disminución en las comisiones al personal, comisiones a los distribuidores y optimizaciones logísticas internas. Lo anterior provocó que a diciembre-2016 exista una reducción del EBITDA de 34.9% considerando también el menor margen bruto.

En las proyecciones ajustadas para 2017 se ha utilizado un aumento proyectado en el EBITDA de alrededor de 33%. Este supuesto incorpora un crecimiento de los egresos operativos en menor proporción a las ventas.

Históricamente el EBITDA de AYASA ha cubierto en promedio 4 veces el gasto financiero. A la fecha de corte dicha cobertura se reduce a 2.8 veces debido a una generación operativa más limitada. No obstante esperamos que para este año la cobertura mejore a niveles cercanos a las 4 veces lo que le permitiría a AYASA mantener su flexibilidad financiera importante dentro del complejo entorno

sectorial.

Gráfico 6



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

### Estructura del Balance

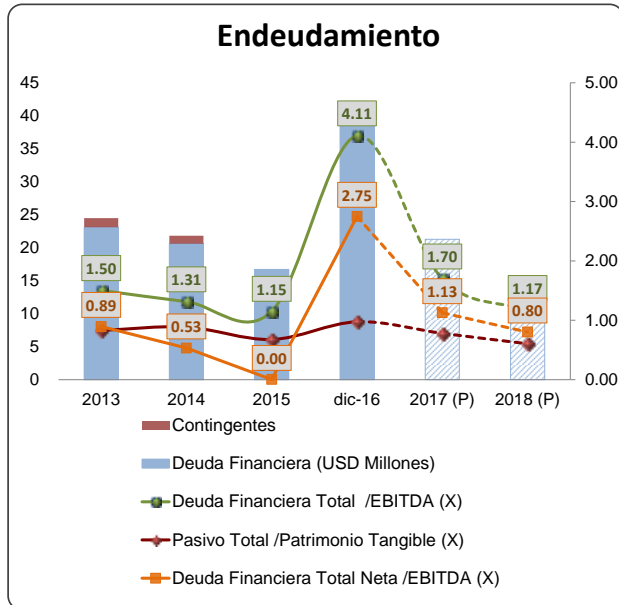
	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
<b>Total Activo Corriente</b>	76%	71%	70%	70%
Fondos Disponibles	11%	13%	17%	11%
Inversiones temporales	1%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	15%	18%	9%	11%
Inventarios Neto	30%	37%	37%	43%
Otras cuentas por cobrar	5%	0%	2%	2%
Anticipo a proveedores	13%	1%	4%	1%
Gastos anticipados	0%	0%	0%	1%
Otros Activos corrientes	1%	1%	1%	0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	24%	29%	30%	30%
Propiedades	19%	20%	21%	19%
Inversiones Emp. Relac.	3%	7%	7%	6%
Intangibles	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Comerciales	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	3%	2%	2%	1%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

<b>Total Pasivo Corriente</b>	29%	28%	26%	34%
Deuda Financiera CP	15%	9%	10%	28%
Deuda Comercial	5%	8%	9%	2%
Otros Pasivos CP	8%	11%	8%	4%
<b>Total Pasivo LP</b>	15%	16%	11%	10%
<b>PATRIMONIO</b>	56%	57%	63%	56%

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

**Flujo de caja, endeudamiento y tendencias**

**Gráfico 7**



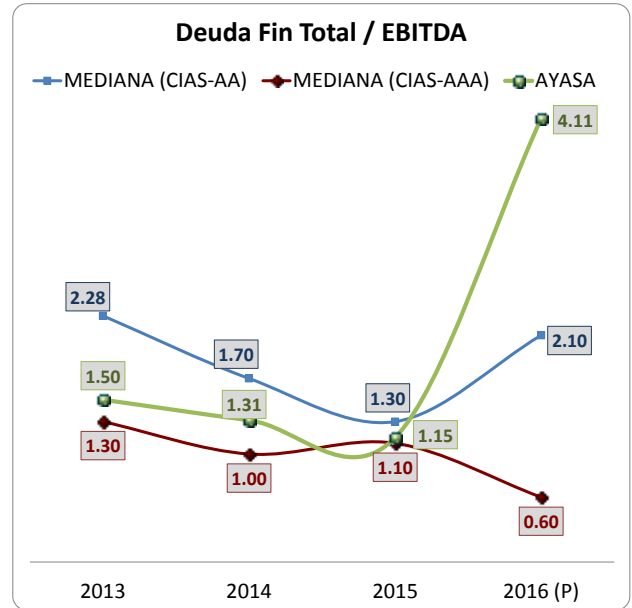
(X) Indicador en veces  
Fuente: Automotores y Anexos S.A.  
Elaboración: BWR Proyecciones ajustadas por BWR

Históricamente AYASA ha mantenido un bajo endeudamiento en relación a su capacidad de generación y a su patrimonio, lo cual le ha otorgado flexibilidad financiera frente a los riesgos de generación producidos por el entorno del sector automotriz y de la economía en general.

No obstante y como se puede apreciar en el **gráfico 7**, el nivel de deuda se incrementó significativamente en el 2016, especialmente la deuda de corto plazo; esta creció en USD 21.5MM con respecto al año 2015.

Lo anterior se dio ya que además de una menor generación, AYASA tuvo mayores requerimientos de capital de trabajo; especialmente de inventarios. Esto se dio por una situación particular con la fábrica en Colombia por lo que AYASA decidió comprar inventario de manera anticipada. Dicha situación se regularizará en 2017 por lo que esperamos que el endeudamiento retorne a niveles más conservadores tanto en este año como en 2018.

**Gráfico 8**



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

El cuadro anterior muestra que el nivel de deuda de la empresa a dic-2016 se compara desfavorablemente con otras empresas con calificaciones similares, sin embargo y como se mencionó en el párrafo anterior, esto se dio por una situación extraordinaria que se revertirá en el corto plazo.

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 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 23% de las utilidades del año anterior.

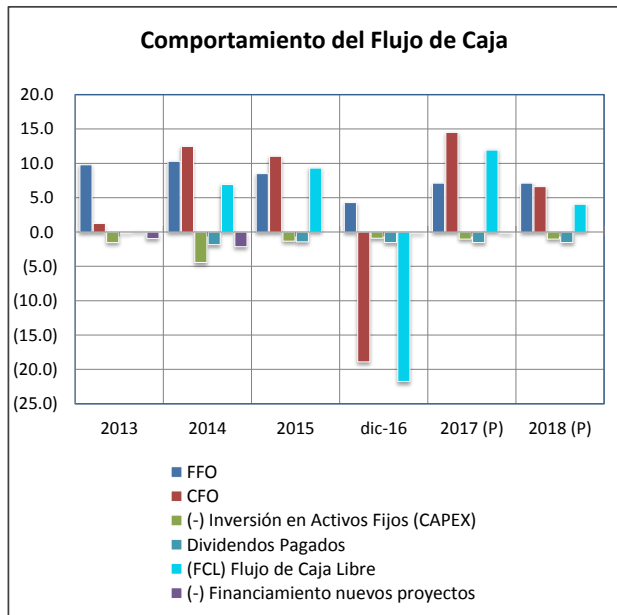
Además es importante mencionar que al ajustar la deuda financiera con la caja actual de AYASA, que llega a USD 12.9 MM a diciembre-2016, se aprecia que esta le provee de flexibilidad adicional para el pago de sus obligaciones financieras.

La deuda financiera es otorgada por instituciones

financieras locales, con plazos menores a un año y a diciembre-2016 se aprecia un deterioro en la estructura de plazos del pasivo financiero (80% 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.

No obstante a diciembre-2016, la generación operativa no logró cubrir su importante necesidad de capital de trabajo. El principal motivo fue el requerimiento extraordinario de inventario que fue generado en parte, por el esquema de Cupos trimestrales que determinó el COMEX para la industria y por otro lado, por la compra anticipada de inventario enunciada en párrafos anteriores. Además existió un aumento de los días de cuentas por cobrar a concesionarios específicos. De esta manera el CFO en el 2016 fue de USD -18.9 MM.

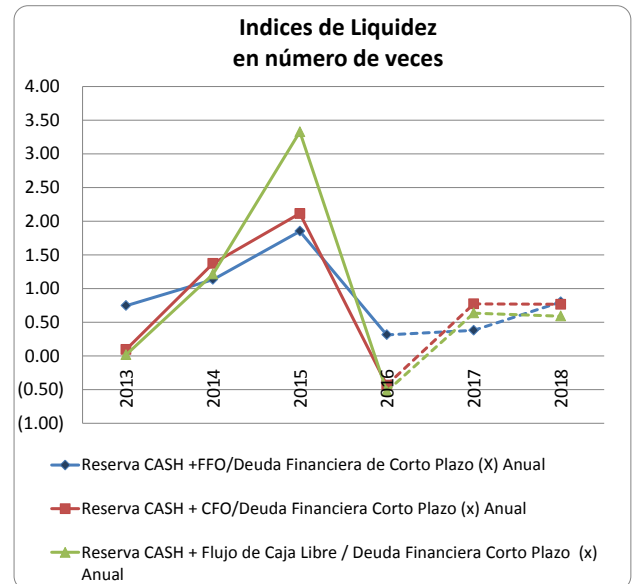
A pesar de que AYASA no ha requerido inversiones significativas de CAPEX y ha tenido una política conservadora de pago de dividendos, el FCL (Flujo de Caja Libre) a diciembre-2016 fue negativo por USD -21.7MM.

Por su lado, además de la mayor generación esperada para 2017, prevemos que para los siguientes años tanto el CFO como FCL sean positivos tomando en cuenta que lo sucedido en

2016 fue un tema coyuntural.

**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, la compañía ha decidido mantenerlos como una reserva de liquidez.

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 necesidades de capital de trabajo extraordinarias

Es claro que a la fecha de corte la liquidez de AYASA se presionó de manera importante. Si se toma en cuenta la menor generación y mayores requerimientos de capital de trabajo, AYASA requirió refinanciar toda su deuda y generar deuda adicional por aproximadamente USD 22 MM.

A pesar de esto se prevé que en 2017 la liquidez de la compañía vaya mejorando moderadamente, en vista de que no se planean inversiones importantes además de una mayor generación operativa. De esta manera estimamos que la empresa logre disminuir su deuda aproximadamente en USD 17.5 MM.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por la posición de la empresa en el mercado y su buena relación con varias instituciones financieras.

**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	2015	2016
Activo Líquido (USD)	16,673.49	12,829.45
Activo Ajustado (US)	89,272.30	101,604.08
Activo Total (USD M)	96,325.53	112,987.82

dic-16					
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	8,180.93	8,180.93	1.57	12.42
2nda	Deudas con garantía específica de balance	14,595.79	22,776.72	0.56	4.46
3era	Deuda sin garantía específica de	27,734.52	50,511.24	0.25	2.01
<b>TOTAL</b>		<b>50,511.24</b>	<b>50,511.24</b>	<b>0.25</b>	<b>2.01</b>

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 2.01 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						Promedio semestral
	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	
Activo corriente	70,095	65,014	78,283	78,129	78,017	78,671	74,702
Pasivo corriente	28,949	22,656	33,763	33,425	34,120	38,432	31,891
Indicador Liquidez Corriente	2.42	2.87	2.32	2.34	2.29	2.05	2.34

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 2016 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.

<b>Automotores y Anexos S.A.</b>				
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>
<b>Resumen de Resultados</b>				
Ventas	201,390	210,687	157,781	136,087
% crecimiento	7.1%	4.6%	-25.1%	109.7%
MARGEN BRUTO (%)	20.9%	21.1%	25.2%	24.6%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	16,298	16,612	14,498	9,432
MARGEN EBITDA (%)	8.1%	7.9%	9.2%	6.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	16,298	16,612	14,498	9,432
MARGEN EBITDAR (%)	8.1%	7.9%	9.2%	6.9%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14,348	14,915	11,277	9,593
MARGEN EBIT (%)	7.1%	7.1%	7.1%	7.0%
Gasto Financiero del período	-3,749	-3,171	-2,965	-3,478
Impuestos a la renta	-2,731	-3,130	-3,016	-1,634
UTILIDAD NETA	8,439	9,218	6,010	4,034
<b>Resumen Balance</b>				
Caja y Equivalentes de Caja	9,925	12,987	16,673	12,829
Capital de Trabajo	34,035	45,697	35,681	59,424
Cuentas por Cobrar Comerciales	12,797	17,401	8,367	12,676
Inventarios	25,863	35,971	35,641	49,143
Cuentas por Pagar Proveedores	4,624	7,676	8,327	2,395
Deuda Financiera Total	23,097	20,620	16,706	38,752
Otros Pasivos	8,471	12,795	10,985	9,005
Patrimonio	47,728	55,133	60,308	62,835
Patrimonio Tangible	45,324	47,755	53,255	51,451
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
EBITDA OPERATIVO	16,298	16,612	14,498	9,432
(-) Gasto Financiero del período	-3,749	-3,171	-2,965	-3,478
(-) Impuesto a la renta del período	-2,731	-3,130	-3,016	-1,634
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	9,818	10,311	8,517	4,321
(-) Variación Capital de Trabajo	-8,556	2,176	2,538	-23,211
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,261	12,487	11,055	-18,890
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	571	797	714	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-194	0	-448
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	4	109	340	-18
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-93	-1,813	-1,407	-1,507
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,519	-4,400	-1,319	-879
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-97	-51	-54	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	127	6,935	9,329	-21,742
Margen de Flujo de Caja Libre %	0.1%	3.3%	5.9%	-16.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	4,667	-2,477	-3,914	22,046
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-8,884	708	-1,730	-4,031
OTRAS INVERSIONES NETO	-940	-2,105	0	-117
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-5,031	3,062	3,686	-3,844
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	14,956	9,925	12,987	16,673
<b>Indicadores</b>				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.62	4.25	3.87	2.24
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	4.35	5.24	4.89	2.71
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.35	5.24	4.89	2.71
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.50	1.31	1.15	4.11
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.89	0.53	0.00	2.75
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	28%	22%	38%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.75	1.13	1.85	0.31
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.10	1.37	1.15	(0.61)
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	1.21	3.33	(0.52)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.01	0.76	1.93	(0.52)

<b>AYASA CONSOLIDADO</b>				
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-12</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>
<b>Resumen de Resultados</b>				
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
<b>Resumen Balance</b>				
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
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
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
<b>Indicadores</b>				
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 no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2017.