

Ecuador
Emisión de Obligaciones

Automotores y Anexos S.A. (AYASA)

Calificación:

Tipo Instrumento	Resultado Evaluación	Calif. Anterior	Último cambio
Emisión de Ob. 2012	AA+	AA	30-ago-17
Emisión de Ob. 2015	AA	N/R	N/R

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

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

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

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

(USD Millones)	2016 (diciembre)	2017 (junio)
Activos	113.0	117.4
Ventas	136.6	84.8
Margen EBITDA (%)	7.27%	8.80%
ROE (%) *	6.76%	10.69%
Deuda / capitalización (%)	38.26%	33.97%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.64	1.00
Cash + FCL / Deuda Fin CP (X)	-0.68	1.13
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	3.90	2.21
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	7.85	3.79

* Indicador anualizado para junio-2017
Fuente: Automotres y Anexos S.A.
Elaboración BWR

Contactos:

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

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió incrementar la calificación de la emisión de obligaciones emitida en 2012 de 'AA' a 'AA+' y mantener la calificación de la emisión de obligaciones emitida en 2015 en 'AA'. La decisión del Comité considera tanto la posición operativa y financiera del emisor, como el entorno en el que el sector automotriz se desenvuelve localmente. El incremento de calificación considera adicionalmente el corto plazo de la emisión y la posición holgada de liquidez del emisor.

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 signo que acompaña a la calificación refleja la una posición relativa dentro de la misma categoría y no una tendencia.

Si bien la industria de vehículos livianos mantuvo un mejor comportamiento en 2016 que el sector automotriz, la caída de este segmento fue importante, lo cual se refleja también en una contracción de las ventas del emisor. Sin embargo, esperamos que el mercado automotriz comience a mostrar signos de convalecencia por la eliminación de los cupos de la Resolución 50 del COMEX y la disminución del impuesto al valor agregado en el segundo semestre del año.

El emisor ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados tanto de su flexibilidad operativa como de su adecuada gestión administrativa y comercial. La menor dinámica del sector automotriz así como la contracción en ventas de la Compañía afectaron de manera importante al EBITDA de 2016, pero en 2017 se espera que el EBITDA se recupere tomando en cuenta la recuperación de las ventas, influido por la eliminación de los cupos en el sector automotriz.

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 ha utilizado a lo largo del 2017. Por tanto esperamos que el endeudamiento retorne a niveles más conservadores, y se mantenga esta tendencia en 2018.

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. Esperamos que el emisor genere en el segundo semestre suficiente liquidez para disminuir aproximadamente un 20.8% de la deuda de corto plazo que mantiene al corte de este informe. El riesgo de refinanciamiento se mitigaría adicionalmente por las reservas de liquidez que mantiene la empresa, por su posición 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 y la posición financiera del emisor mejoren, o deteriorarse si es que el nivel de endeudamiento del emisor se incrementara de forma importante.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

Emisión de Obligaciones 2012			
Emisor:	AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. A.Y.A.S.A		
Monto total de la emisión	15,000,000.00		
No. de Resolución	Q.IVV.2012.6043		
Fecha de Aprobación SCVS:	19-nov-12		
	Clase A	Clase B	Clase C
Monto	3,000,000.00	4,000,000.00	8,000,000.00
Monto Colocado:	3,000,000.00	4,000,000.00	8,000,000.00
Monto en Circulación:	-	-	1,200,000.00
Plazo:	1080 días	1440 días	1800 días
Cupón de interés	7.25% anual fija	7.5% anual fija	7.75% anual fija
Pago de interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Fecha Colocación:	19-dic-12	02-ene-13	23-ene-13
Fecha de Vencimiento	19-dic-15	02-ene-17	23-ene-18
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: Representante de los obligacionistas:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cía. Ltda.		

Emisión de Obligaciones 2015			
Emisor:	AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. A.Y.A.S.A		
Monto total de la emisión	15,000,000.00		
No. de Resolución	SCVS.IRQ.DRMV.2015.2330		
Fecha de Aprobación SCVS:	27-oct-15		
	Clase A	Clase B	Clase C
Monto	7,000,000.00	5,000,000.00	3,000,000.00
Monto Colocado:	7,000,000.00	5,000,000.00	3,000,000.00
Monto en Circulación:	4,375,000.00	3,125,000.00	2,250,000.00
Plazo:	1440 días	720 días	1080 días
Cupón de interés	8% anual fija	7.5% anual fija	7.75% anual fija
Pago de interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Fecha Colocación:	13-nov-15	11-ago-16	01-sep-16
Fecha de Vencimiento	13-nov-19	11-ago-18	01-sep-19
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: Representante de los obligacionistas:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cía. Ltda.		

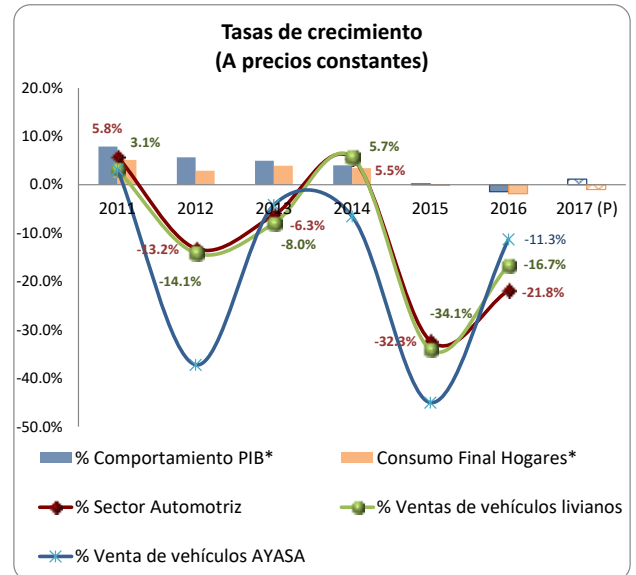
ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Desde el año 2012 el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen nuevas normas técnicas que aumentan el costo de los vehículos, 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 21.8% en 2016. Lo anterior implica que en dicho año se vendieron 17,754 unidades menos que en 2015 (81,309 unidades vendidas en 2015). Sin embargo, la caída fue inferior a las

expectativas de la AEADE, que esperaba una reducción de ventas de 21,000 vehículos¹. Esta situación se revirtió por la expansión de los créditos de consumo y la concesión de un cupo adicional de USD 50MM para la importación de vehículos en el último trimestre del año.

Gráfico 1



*PIB y consumo hogares a precios constantes
Fuente: BCE y AEADE
Elaboración: BWR

Según información de la AEADE se espera que para diciembre del 2017 el sector automotor ecuatoriano muestre mayor dinamismo debido al Acuerdo Comercial con la Unión Europea, la eliminación del sistema de cupos establecida en la Resolución 50 de Comex y el hecho de que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) vuelve al 12% a partir de junio-2017.

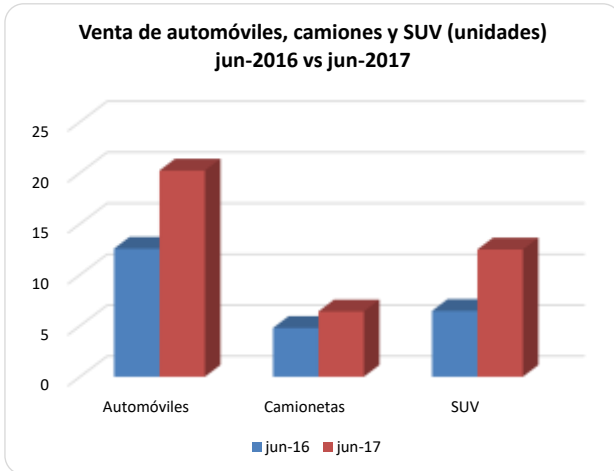
Se prevé que en el año 2017 se comercialicen en Ecuador 95,000 nuevos vehículos, equivalente a un crecimiento de 51.8%. Con datos oficiales al mes de junio-2017 se han vendido 43,605 unidades cuando a junio-2016 se habían vendido 27,442 unidades, lo que refleja una importante recuperación en unidades del 59%.

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de vehículos livianos (automóviles, camionetas y SUV). Como se puede apreciar en el gráfico 1 este subsector sufrió una menor contracción que el mercado automotor en general en 2016 con un decrecimiento del 16.7%.

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

A junio-2017 según información de la AEADE las ventas en el segmento de livianos evidencian una recuperación del 64.3%, influenciado principalmente por el segmento de automóviles.

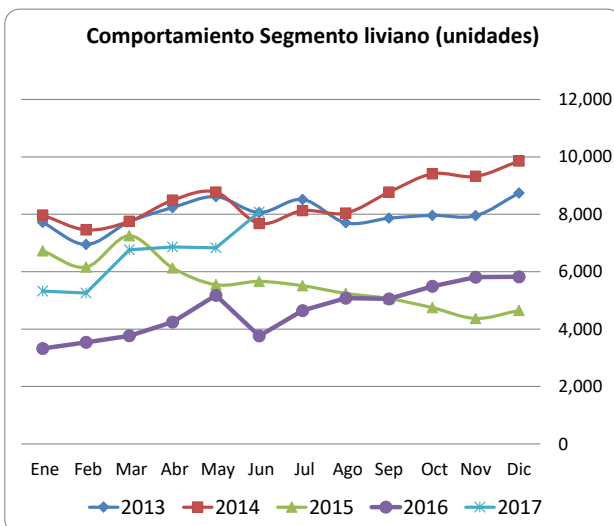
Grafico 2



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

A continuación, se puede evidenciar el comportamiento que ha tenido el subsector de vehículos livianos desde el año 2013 tomando en cuenta las ventas de enero a diciembre de cada año y el repunte en ventas mencionado en párrafos anteriores con corte junio-2017.

Gráfico 3



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

La evolución del sector dependerá de las decisiones del Ejecutivo respecto a las importaciones y la evolución de la balanza de pagos ya que de ser necesario el gobierno podría aplicar más regulaciones que limiten las ventas de vehículos en el país.

Observamos positivamente la apertura del gobierno a las Mesas de Diálogo donde ensambladores e importadores presentaron una propuesta única para fomentar la industria

automotriz. Dentro de esta se incluyen temas relacionados al desarrollo de una política de Estado con participación público-privada para fomentar las inversiones, generación de una alianza público-privada para la renovación del parque automotor, impulso el acceso a nuevas tecnologías de movilidad, generación de líneas de crédito preferenciales para renovaciones y revisión de impuestos.²

En abril-2017, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera emitió una resolución que exige que la banca requiera una garantía real de al menos 150% del monto de la deuda en el caso de créditos comerciales ordinarios y consumo ordinario. Esta ley aplica para la compra de vehículos livianos de combustible fósil.

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. Las principales actividades de la Compañía se relacionan fundamentalmente con la comercialización de vehículos automotores, repuestos y talleres de servicios de las marcas Nissan y Renault. La Compañía mantiene contratos de distribución con los fabricantes de estas marcas y actualmente es el único representante de las mismas en Ecuador. Adicionalmente distribuye lubricantes aditivos CYCLO.

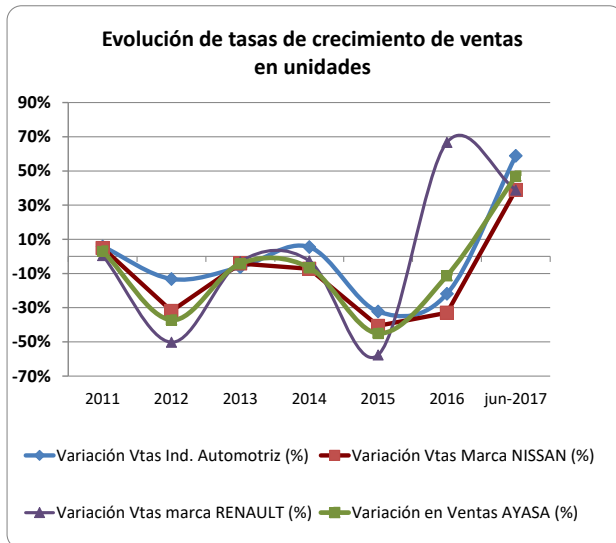
En los últimos 25 años la Compañía ha pasado por varios cambios, que junto con una planificación estratégica exitosa, le han permitido tener una generación operativa importante y una cobertura nacional a través de once concesionarios, dos salas de exposición, tres tiendas de venta de repuestos y dos talleres.

Cuenta con 717 empleados y tiene concesionarios propios en Quito, Guayaquil, Cuenca, Ambato y Manta. Además mantiene subdistribuidores con presencia en Ibarra, Loja, Machala, Riobamba así como también en 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).

² <http://www.aeade.net/el-sector-automotor-define-cinco-propuestas-claves-para-apoyar-el-desarrollo-productivo/>

Gráfico 4



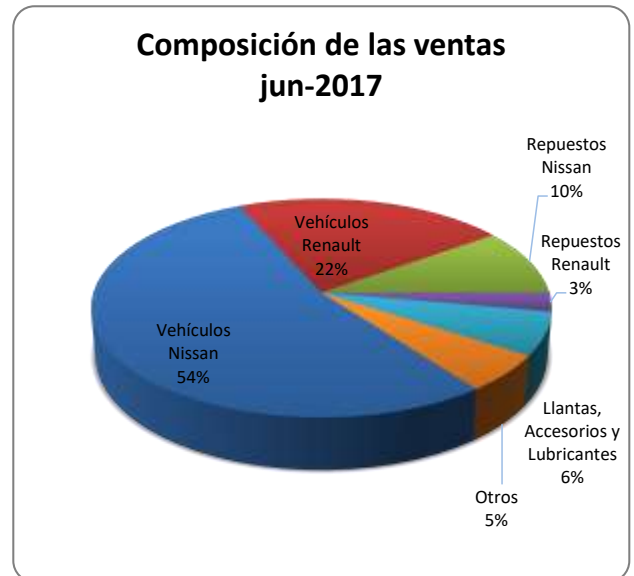
Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR
* crecimiento de junio-2017 es anual

En el gráfico 4 se puede apreciar el importante efecto de las restricciones legales aplicadas 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 Chevrolet, que es la marca líder (40.4% de participación a jun-2017), que ensambla en el País aproximadamente el 80% de sus productos. Además se observa un crecimiento importante de la marca KIA (17.4% de participación a jun-2017 vs 11.4% a jun-2016) quien de igual manera se encuentran ensamblando sus vehículos localmente.

Entre diciembre-2011 y junio-2017 Nissan ha perdido participación en aproximadamente 3.3pp a junio-2017 y la marca Renault en 1.4pp, además se observa que interanualmente su participación en el mercado también a disminuido. Actualmente Nissan posee un 3.9% del mercado (4.3% a jun-2016) mientras que Renault mantiene un 2.5% del mercado (3% a jun-2016). Esta disminución se da como consecuencia del mercado abierto (sin cupos) en el que el sector automotriz se desenvuelve actualmente y en el que AYASA está desarrollando estrategias para adaptarse a los cambios.

AYASA maneja seis líneas de negocios, 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 75.4% de los ingresos de la compañía a junio-2017. La venta de repuestos de ambas marcas representa aproximadamente un 13%.

Gráfico 5

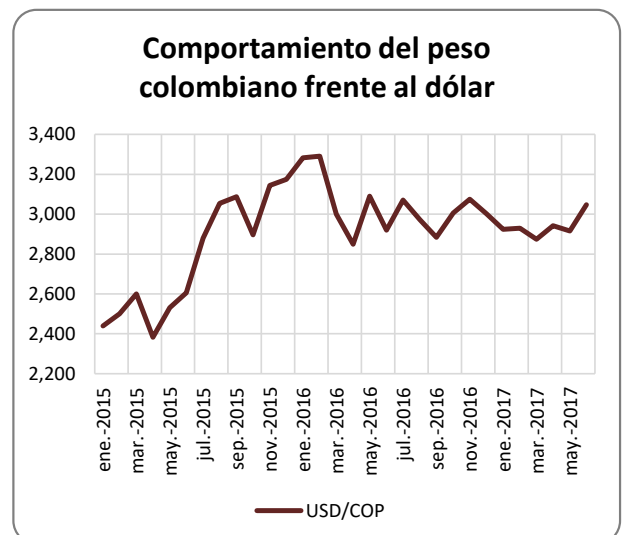


Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR.

Además de ser el único representante en Ecuador AYASA está catalogada por Nissan como la número uno en América Latina en cuanto a manejo de marca.

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%. Por su parte, los vehículos Nissan provienen principalmente de México y Japón.

Gráfico 6



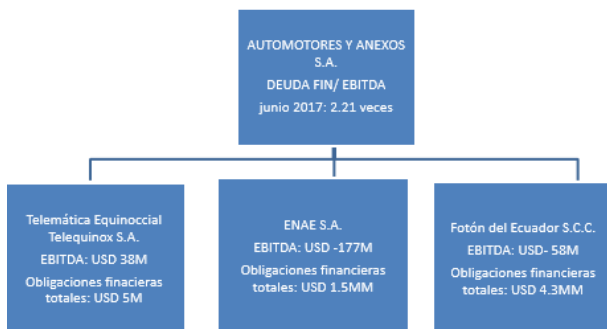
Fuente: www.investing.com Elaboración: BWR

La marca Renault se beneficia hoy en día de la devaluación del peso colombiano frente al dólar, lo que se refleja en un mejor margen bruto para la empresa. Se espera que a futuro AYASA empiece a diversificar los países desde donde importarán

estos vehículos.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

AYASA es la cabeza del grupo Automotores y Anexos S.A y Subsidiarias. El emisor mantiene participaciones accionariales que le dan el control de las empresas Telemática Equinoccial Telequinox S.A. (99.99%), Fotón del Ecuador S.C.C. (99.90%), y la empresa ENAE ENTERPRISE NATIONAL & ALAMO DEL ECUADOR S.A. (98%), con las cuales prepara estados financieros consolidados. En conjunto las inversiones en empresas relacionadas representan el 6% del activo.



A través de la empresa Fotón, AYASA logró obtener la representación de la marca FOTON de China, la cual tiene una variedad de camiones livianos, camiones pesados y furgonetas. Esta marca tiene una alta participación en el mercado chino y representa una oportunidad para el grupo para ingresar al segmento de vehículos pesados. No obstante cabe mencionar que por las distintas restricciones aplicadas a este segmento, Fotón no ha generado ganancias operacionales desde el 2014, situación que se espera se revierta entre el 2017 y 2018, una vez levantadas las salvaguardas.

Telequinox tiene como actividad principal la venta de accesorios y repuestos de vehículos y ENAE se dedica especialmente al servicio de renta de vehículos livianos, utilizando las franquicias de Enterprise Holdings, líder a nivel mundial en este negocio.

Adicionalmente, AYASA tiene una participación de 35% en AUDESUR S.A. (concesionario de Nissan y Renault ubicado en el sur de Quito). En el año 2016, AYASA compensó una cuenta por cobrar por USD 1.4 MM que mantenía con su relacionada a cambio de los activos fijos que AUDESUR mantenía en Guayaquil.

La Compañía presentó el Informe Integral de Precios de Transferencia elaborado por TP Consulting, mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A junio 2017 el patrimonio de AYASA es de USD 64.1 MM, y de este el 34% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Tipo	% de Participación
Espinosa Maldonado Nicolás	Natural	17.01%
Sidney Holding S.A.	Extranjera	15.75%
Niagara Investment Service LLC	Extranjera	14.91%
Malo Alvarez Leonardo Gil	Natural	8.31%
Otros	-	44.02%
TOTAL		100%

Las acciones de AYASA pertenecen principalmente a los grupos familiares fundadores y a sus herederos, aunque el Presidente Corporativo y varios exempleados de la empresa también mantienen participaciones. Las acciones de NIAGARA INVESTMENT SERVICE LLC y Sydney Holsing S.A. corresponden principalmente a personas pertenecientes a una de las tres familias fundadoras.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la capitalización³ de parte de sus utilidades. Esto se ve reflejado en que la deuda financiera representa solamente el 34% de la capitalización de la compañía.

La Junta General de Accionistas aprueba anualmente un valor de dividendos a repartir en función al patrimonio y resultado del año, además se realiza un análisis del capital y flujo de efectivo requerido para que las operaciones de la Compañía se efectúen con normalidad en los próximos años.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. 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.

³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

Las principales instancias de gobierno corporativo del emisor son la Junta de Accionistas, el Directorio, la Presidencia Corporativa, la Dirección General de AYASA, la Dirección de Negocios (quien controla a la Dirección Comercial de Nissan, Dirección Comercial de Renault, Dirección de post-venta de Nissan, Dirección de post-venta de Renault y la Dirección de Seminuevos), la Dirección Administrativa Financiera, la Sub-dirección de Planificación de Proyectos, el Gerente de Desarrollo Humano y Organizacional, la Gerencia de Tecnología y la Gerencia de Control de Gestión. La estructura actual empezó a implementarse a partir de diciembre-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 esperan para el 2018 haber aprobado su Política de Gobierno Corporativo.

El Presidente Corporativo es el que dirige, supervisa y aprueba las propuestas y resultados de la gestión operativa de AYASA y sus subsidiarias. A su vez el Presidente reporta y comunica 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 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 una nueva Directora de Negocios y se encuentra en un proceso de reestructuración y actualización de su departamento de Tecnología. Además a partir del 2017 cuentan con un área de Planificación y Proyectos que les permitirá mantener un mejor seguimiento del negocio. El área de Auditoría Interna reporta directamente a la Dirección General de AYASA e informa a la Presidencia Corporativa.

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 las dos utilizan 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.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin

de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes. Dicha reserva al 31 de diciembre de 2016 representa el 100% del valor actual de la reserva matemática calculada.

AYASA ha desarrollado cinco planes estratégicos durante los últimos 25 años y el último tiene un horizonte de tiempo hasta el año 2020. Este plan cuenta con ocho objetivos basados en los pilares estratégicos de la Compañía y su cumplimiento será medido a través de la herramienta *Cuadro de Mando Integral*.

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

En cuanto a la infraestructura informática la Empresa cuenta 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.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Automotores y Anexos S.A y Subsidiarias, y los estados financieros individuales de Automotores y Anexos S.A., auditados por firma Deloitte & Touche desde el 2012 al 2014, y por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para el 2015 y 2016. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos con corte junio-2017.

Para determinar la capacidad de pago del emisor consideramos importante analizar en conjunto sus estados financieros consolidados y los individuales. En este caso no existen diferencias relevantes. Consideramos que los estados financieros individuales de Automotores y Anexos S.A. reflejan adecuadamente su capacidad de pago.

Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por AYASA y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

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 e ingresos 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.

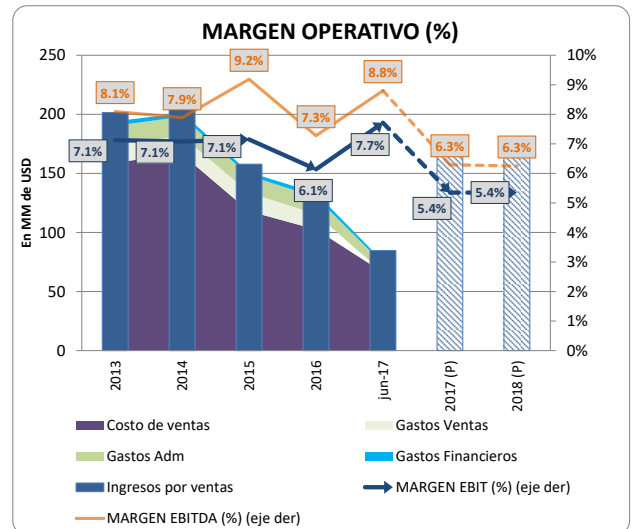
Las ventas de Automotores y Anexos S.A. se mueven históricamente en línea con el mercado; en dólares, durante el 2013 y 2014 crecieron en 7.15% y 4.62% respectivamente. En 2015 existió una reducción del 25.11% en las ventas principalmente por una menor demanda de vehículos livianos que se dio principalmente por la reducción del 40% del cupo de importación de AYASA frente al que tenían en 2014. En 2016 se observa una contracción en ventas del 13.45%, resultado de las complicadas condiciones del sector automotriz y del macroentorno en general. No obstante, las ventas de la Compañía cayeron en menor proporción a las del sector automotriz que mostró un decrecimiento del 22%.

A junio-2017 observamos un crecimiento anual de las ventas tanto en unidades (47.04%) como en dólares (30.65%), derivado de una recuperación de los ingresos en sus principales líneas de negocios y de un mayor dinamismo de la industria. La proyección considerada para 2017 supone un crecimiento anual a 23.9%.

La reversión de la tendencia a decrecer de la industria automotriz fue posible gracias a la eliminación de los cupos de importación. Esto ha permitido incrementar la oferta de modelos y ha incrementado la presión competitiva.

AYASA pretende impulsar el nivel de ventas mediante la adición de nuevos modelos en ambas marcas y estrategias de precio en ciertos modelos, que les permitan adaptarse a la nueva tendencia del mercado.

Grafico 7

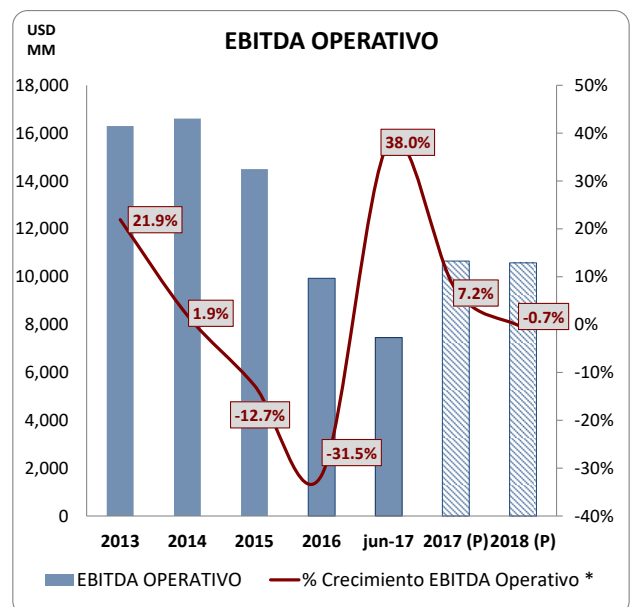


Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

El margen bruto, que se había fortalecido a partir de 2015, se contrae significativamente (21.97% frente a 25.54% de junio-2016) debido a la presión competitiva existente por la apertura del mercado, y que ha requerido la aplicación de estrategias de descuentos y promociones.

Esperamos que en el segundo semestre del 2017 la situación se mantenga, y que el margen termine el año en niveles similares a los del corte del presente informe. Dentro de la mezcla de ventas observamos también una disminución en la participación de la línea de repuestos Renault (margen aproximado de 45%) sobre el total de ventas.

Gráfico 8



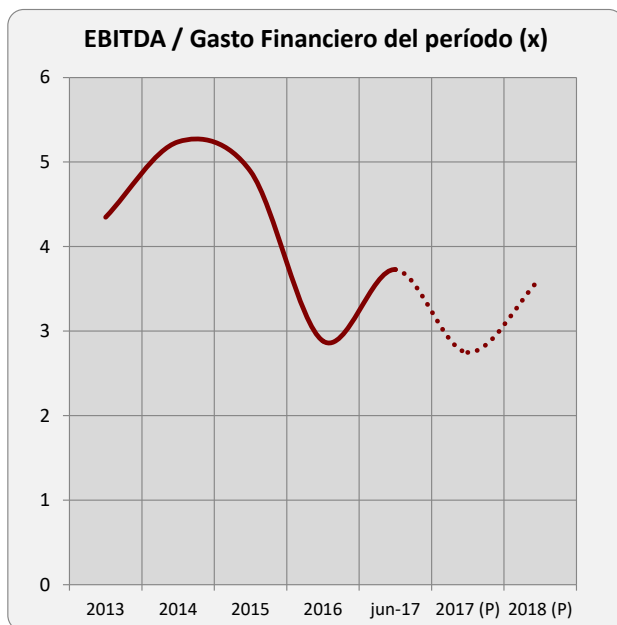
Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.
*crecimiento de junio-2017 es anual.

En 2017 se aprecia una recuperación importante en términos absolutos del EBITDA derivado del importante crecimiento en ventas, que diluyen el efecto de los gastos de operación fijos. En función del comportamiento esperado del negocio en el segundo semestre del 2017, el crecimiento se ajustaría a 7% hasta fines de año.

	2014	2015	2016	jun-17
Egresos operativos/Ventas + otros ingresos operativos	14.91%	18.82%	19.79%	16.93%

Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración BWR
*crecimiento de junio-2017 es anual.

Gráfico 9



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

El gráfico anterior muestra que la generación de la empresa frente al gasto financiero de cada período le ha otorgado cierta flexibilidad para enfrentar circunstancias adversas de mercado.

No obstante la cobertura del gasto financiero disminuye de manera importante a diciembre-2016 y se observa una ligera mejora a la fecha de corte. Esperamos que dicha relación mejore a niveles observados históricamente (2.75 veces para finales de año y 3.62 veces para el 2018). Lo anterior se da principalmente por la reducción del nivel de endeudamiento financiero que esperamos que exista.

Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Total Activo Corriente	76%	71%	70%	70%	71%
Fondos Disponibles	11%	13%	17%	11%	12%
Inversiones temporales	1%	0%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	15%	18%	9%	11%	14%
Inventarios Neto	30%	37%	37%	44%	39%
Otras cuentas por cobrar	5%	0%	2%	2%	1%
Anticipo a proveedores	13%	1%	4%	1%	2%
Gastos anticipados	0%	0%	0%	1%	3%
Otros Activos corrientes	1%	1%	1%	1%	0%
Total Activo No Corriente	24%	29%	30%	30%	29%
Propiedades	19%	20%	21%	19%	18%
Inversiones Emp. Relac.	3%	7%	7%	6%	6%
Intangibles	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	3%	2%	2%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

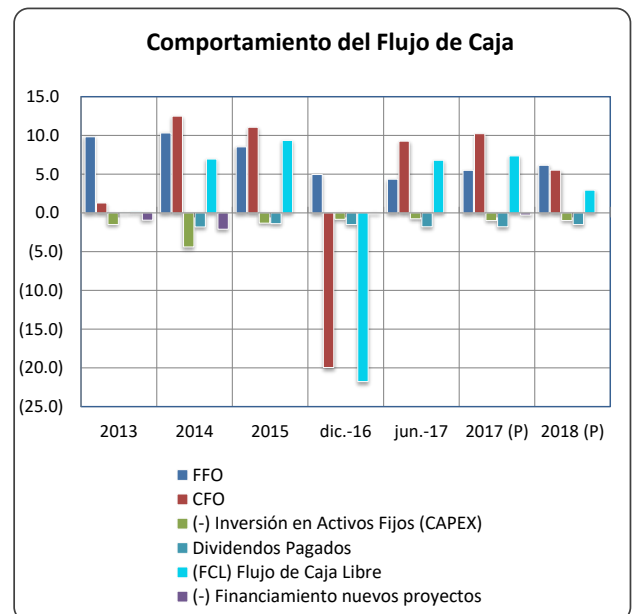
PASIVO Y PATRIMONIO

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Total Pasivo Corriente	29%	28%	26%	34%	29%
Deuda Financiera CP	15%	9%	10%	28%	16%
Deuda Comercial	5%	8%	9%	2%	5%
Otros Pasivos CP	8%	11%	8%	4%	8%
Total Pasivo LP	15%	16%	12%	11%	16%
PATRIMONIO	56%	56%	62%	55%	55%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

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

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

Gráfico 10



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

Si bien la generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) ha mantenido una

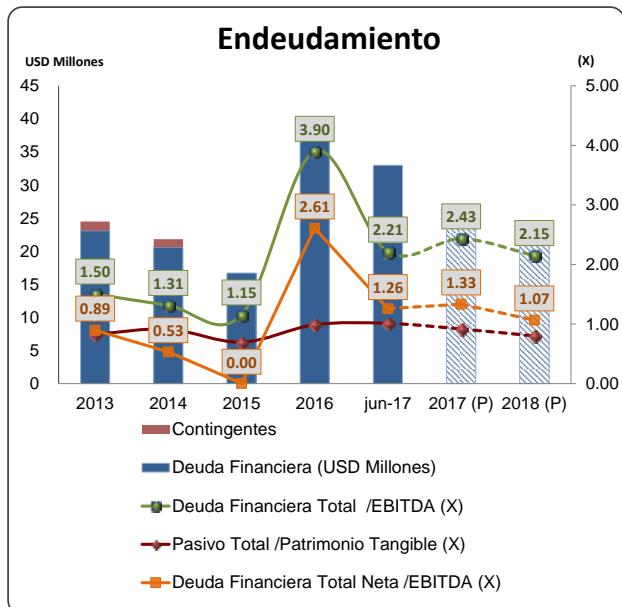
tendencia histórica positiva, el flujo de caja operativo (CFO) en 2016 no fue suficiente para cubrir los requerimientos de capital de trabajo. Esto se debe principalmente al requerimiento extraordinario de inventario que fue generado en parte, por el esquema de cupos trimestrales que determinó el COMEX para la industria y por otro lado, por la compra anticipada de inventario ya que por una situación particular con la fábrica en Colombia, AYASA decidió comprar inventario de manera anticipada. De esta manera el CFO en el 2016 fue de USD -19.96MM.

Por la actividad de tipo comercial y la madurez del negocio, 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.

Con corte junio-2017, observamos que AYASA presenta un CFO positivo pues parte del inventario que se adquirió en el mes de diciembre se ha liberado y porque debido a la apertura del mercado las cuentas por pagar a proveedores han aumentado.

Para fines de año, se estima que el FCL será positivo en USD 6.8MM, tomando en cuenta un pago de dividendos a sus accionistas (USD 1.8MM) que ya se refleja a la fecha de corte e inversiones en CAPEX por USD 1MM.

Gráfico 11



(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

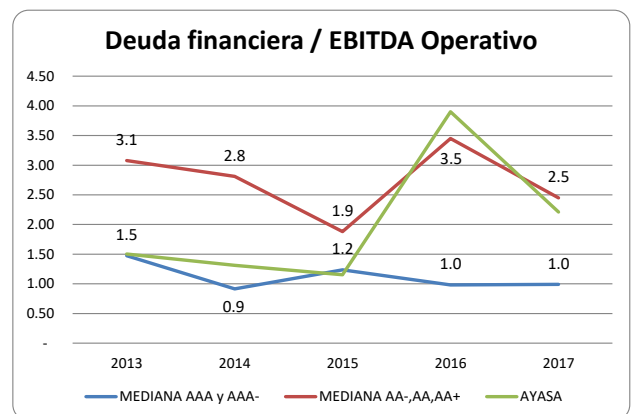
producidos por el entorno del sector automotriz y de la economía en general.

Durante el 2015, año particularmente bueno en márgenes y a pesar de la disminución del EBITDA, la relación Deuda financiera Total sobre EBITDA fue de 1.15 veces. No obstante y como se puede apreciar en el **gráfico 11**, a diciembre-2016 este índice alcanzó de forma coyuntural las 3.90 veces el EBITDA por las razones antes anotadas.

A la fecha de corte, observamos una mejora importante de este indicador, que se ubica en 2.21 veces pues la Compañía ha logrado reducir en USD 5.7MM del total de su deuda financiera y mejorar la generación de forma significativa. Adicionalmente, la estructura de plazos de la misma mejora, con un 44% en el largo plazo frente a un 20% que mantenían a diciembre-2016.

Esperamos que el emisor genere en el segundo semestre suficiente liquidez para disminuir aproximadamente un 20.8% de la deuda de corto plazo que mantiene al corte de este informe.

Gráfico 12



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

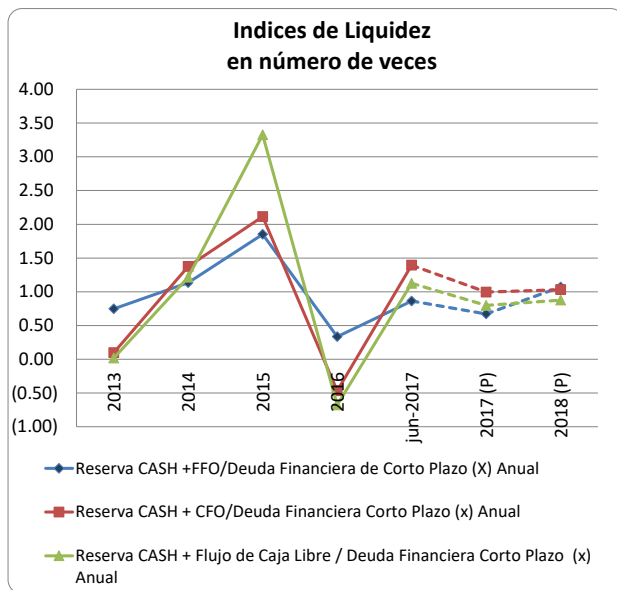
El cuadro anterior muestra que el nivel de deuda de la empresa a junio-2017 se compara favorablemente con otras empresas con calificaciones similares; sin embargo, debe indicarse que en el mediano plazo existe una incertidumbre sobre el comportamiento del mercado automotriz por lo que un nuevo endurecimiento 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. Con corte junio-2017, este indicador se ubica en 42% y se debe principalmente a la menor generación del emisor en el 2016 pues el monto de dividendos en dólares se ubica en niveles similares a los históricos.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 13



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 14.2MM. De este monto, alrededor de USD 7 MM se utilizan para la operatividad normal del negocio y los restantes USD 7.20MM, la Compañía los mantiene como una reserva de liquidez.

En general la liquidez de la Compañía ha sido holgada en los últimos años, salvo en 2013 y 2016 cuando la empresa requirió nuevo endeudamiento, por necesidades de capital de trabajo extraordinarias.

A la fecha de corte, observamos positivamente que el emisor ha refinanciado parte de su deuda hacia el largo plazo y esperamos que este proceso continúe en los próximos años.

A pesar de que bajo el actual entorno operativo el riesgo de refinanciamiento en el país se ha incrementado, consideramos que por su perfil, garantías y estructura esta sería una de las empresas que mantendrá alternativas de fondeo.

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 el monto total de su deuda en aproximadamente en USD 12.8 MM respecto al 2016.

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

jun-17				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	12,920.85	12,920.85	8.20
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	21,938.04	34,858.89	3.04
3era	Deuda sin garantía específica de balance	18,400.47	53,259.36	1.99
TOTAL		53,259.36	53,259.36	1.99

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 1.99 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 previsibles al momento.

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

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
ene-17	76,183,474	35,894,196	2.12
feb-17	73,908,519	34,476,425	2.14
mar-17	78,807,533	29,206,472	2.70
abr-17	83,512,463	34,135,826	2.45
may-17	83,953,912	35,189,838	2.39
jun-17	82,778,562	33,991,920	2.44
Promedio semestral		2.4	

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 71% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 29% 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 junio-2017 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-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Resumen de Resultados					
Ventas	201,390	210,687	157,781	136,564	84,774
% crecimiento	7.1%	4.6%	-25.1%	-13.4%	30.7%
MARGEN BRUTO (%)	20.9%	21.1%	25.2%	24.9%	22.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	16,298	16,612	14,498	9,934	7,460
MARGEN EBITDA (%)	8.1%	7.9%	9.2%	7.3%	8.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	16,298	16,612	14,498	9,934	7,460
MARGEN EBITDAR (%)	8.1%	7.9%	9.2%	7.3%	8.8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14,348	14,915	11,277	8,383	6,537
MARGEN EBIT (%)	7.1%	7.1%	7.1%	6.1%	7.7%
Gasto Financiero del período	-3,749	-3,171	-2,965	-3,447	-2,001
Impuestos a la renta	-2,731	-3,130	-3,016	-1,550	-1,108
UTILIDAD NETA	8,439	9,218	6,710	4,278	3,383
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	9,925	12,987	16,673	12,828	14,212
Capital de Trabajo	34,035	45,697	35,681	59,293	55,253
Cuentas por Cobrar Comerciales	12,797	17,401	8,367	12,544	16,266
Inventarios	25,863	35,971	35,641	49,150	45,230
Cuentas por Pagar Proveedores	4,624	7,676	8,327	2,401	6,243
Deuda Financiera Total	23,097	20,620	16,706	38,752	32,978
Otros Pasivos	8,471	13,474	11,535	9,303	14,038
Patrimonio	47,728	54,454	59,757	62,528	64,115
Patrimonio Tangible	45,324	47,077	52,704	51,090	52,689
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	16,298	16,612	14,498	9,934	7,460
(-) Gasto Financiero del período	-3,749	-3,171	-2,965	-3,447	-2,001
(-) Impuesto a la renta del período	-2,731	-3,130	-3,016	-1,550	-1,108
(-) 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)	9,818	10,311	8,517	4,938	4,351
(-) Variación Capital de Trabajo	-8,556	2,176	2,538	-24,899	4,906
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,261	12,487	11,055	-19,961	9,257
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	571	797	714	758	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-194	0	0	-45
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	4	109	340	-18	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-93	-1,813	-1,407	-1,507	-1,797
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,519	-4,400	-1,319	-841	-765
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-97	-51	-54	-195	128
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	127	6,935	9,329	-21,763	6,779
Margen de Flujo de Caja Libre %	0.1%	3.3%	5.9%	-15.9%	8.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	4,667	-2,477	-3,914	22,046	-5,774
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-8,884	708	-1,730	-4,011	379
OTRAS INVERSIONES NETO	-940	-2,105	0	-117	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-5,031	3,062	3,686	-3,845	1,384
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	14,956	9,925	12,987	16,673	12,828
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.62	4.25	3.87	2.43	3.17
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	4.35	5.24	4.89	2.88	3.73
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.35	5.24	4.89	2.88	3.73
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.50	1.31	1.15	3.90	2.21
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.89	0.53	0.00	2.61	1.26
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	29%	22%	38%	34%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.75	1.13	1.85	0.33	0.86
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.10	1.37	1.15	(0.64)	1.00
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	1.21	3.33	(0.68)	1.13
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)	1.13

AYASA CONSOLIDADO				
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Resumen de Resultados				
Ventas	204,329	220,636	161,027	140,153
% crecimiento	1.9%	8.0%	-32.6%	-25.4%
MARGEN BRUTO (%)	22.1%	22.1%	25.4%	25.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,476	17,259	13,576	9,919
MARGEN EBITDA (%)	7.6%	7.8%	8.4%	7.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,476	17,259	13,577	9,921
MARGEN EBITDAR (%)	7.6%	7.8%	8.4%	7.1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,786	14,761	10,390	8,054
MARGEN EBIT (%)	6.7%	6.7%	6.5%	5.7%
Gasto Financiero del período	-4,129	-3,568	-3,028	-3,734
Impuestos a la renta	-2,844	-3,275	-3,094	-1,648
UTILIDAD NETA	7,275	8,230	4,962	3,283
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	0	3,700	3,701	3,702
Capital de Trabajo	36,887	49,098	39,746	65,103
Cuentas por Cobrar Comerciales	11,923	16,394	8,548	13,022
Inventarios	29,688	39,889	39,630	54,557
Cuentas por Pagar Proveedores	4,724	7,184	8,432	2,476
Deuda Financiera Total	27,534	24,599	19,623	28,322
Otros Pasivos	42,914	44,783	38,235	51,059
Patrimonio	46,176	52,210	56,902	58,811
Patrimonio Tangible	699	578	558	459
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	15,476	17,259	13,576	9,919
(-) Gasto Financiero del período	-4,129	-3,568	-3,028	-3,734
(-) Impuesto a la renta del período	-2,844	-3,275	-3,094	-1,648
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando r	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	8,504	10,416	7,454	4,537
(-) Variación Capital de Trabajo	-12,629	2,258	1,915	-25,913
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-4,125	12,674	9,369	-21,376
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	461	499	694	611
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-187	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	105	-70	14	-64
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-410	-2,316	-1,407	-1,507
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,648	-3,871	-303	-2,408
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-81	-63	-54	-195
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-5,698	6,667	8,314	-24,937
Margen de Flujo de Caja Libre %	-2.8%	3.0%	5.2%	-17.8%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	291	-6,161	-3,790	21,188
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-627	850	-1,031	-404
OTRAS INVERSIONES NETO	174	28	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	12
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-5,860	1,384	3,493	-4,141
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	18,623	12,763	14,147	17,641
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.06	3.92	3.46	2.22
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3.75	4.84	4.49	2.66
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	3.75	4.84	4.48	2.66
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibili	1.79	1.25	1.41	4.58
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	0.96	0.43	0.01	2.99
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	37%	29%	24%	40%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.48	1.43	0.99	0.24
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.23)	1.28	0.81	(0.59)
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.32)	1.05	1.08	(0.57)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	(0.32)	1.05	1.07	(0.57)

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 o emisor. Esta opinión se fundamenta 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 ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión 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.