

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Calificación Inicial

Automotores y Anexos S.A. (AYASA)

Calificación:

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
Emisión de Ob. 2017	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.

Ultimo 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 (agosto)
Activos	113.0	111.5
Ventas	136.6	115.1
Margen EBITDA (%)	7.61%	8.19%
ROE (%) *	6.76%	10.80%
Deuda / capitalización (%)	38.26%	30.18%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.64	1.20
Cash + FCL / Deuda Fin CP (X)	-0.68	1.44
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	3.73	2.00
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	7.18	3.54

* Indicador anualizado para agosto-2017

Fuente: Automotores 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 otorgar la calificación 'AA' a la emisión de obligaciones que se analiza en este estudio. 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.

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.

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. Tal como se esperaba el mercado automotriz comenzó a recuperarse a partir del segundo semestre del año en curso por la eliminación de los cupos de la Resolución 50 del COMEX y la disminución al 12% del Impuesto al Valor Agregado (IVA).

El emisor ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados tanto de su flexibilidad operativa como de su adecuada gestión administrativa y comercial. La contracción en ventas de la Compañía en 2016, en línea con la menor dinámica del sector automotriz, afectó de manera importante al EBITDA, pero en 2017 se aprecia una recuperación significativa, gracias a la eliminación de los cupos y un mayor dinamismo del sector automotriz.

En 2016 el nivel de deuda financiera aumentó y su relación con el EBITDA se presionó significativamente debido a un aprovisionamiento extraordinario de inventario que se ha utilizado a lo largo del 2017, no obstante a la fecha de corte el indicador ha regresado a niveles consistentes con la calificación de riesgo otorgada. Consideramos que para cumplir el nivel de ventas esperado para el 2018, la Compañía necesitará de financiamiento para un adecuado aprovisionamiento de inventarios, lo que podría presionar este indicador, sin embargo, no creemos que este llegue a los niveles observado en 2016 pues se espera una mayor generación operativa en los próximos años.

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. A lo largo del 2017 el emisor ha podido generar liquidez suficiente para disminuir el monto total de su deuda en USD 10.5MM y se espera que hasta fines de año logre pagar al menos USD 5 MM adicionales. 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 se presione debido al mayor endeudamiento que se requerirá para capital de trabajo y consecuentemente la generación de mayores ingresos.

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 LA EMISIÓN CALIFICADA

Emisión de Obligaciones 2017				
Emisor:	AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. A.Y.A.S.A			
Monto total de la emisión	15,000,000.00			
	Clase A	Clase B	Clase C	Clase D
Monto	3,500,000.00	3,500,000.00	4,000,000.00	4,000,000.00
Plazo:	1080 días	1080 días	1440 días	1440 días
Cupón de interés	7.75% anual fija	7.75% anual fija	8.25% anual fija	8.25% anual fija
Pago de interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Garantía:	General			
Destino de la emisión:	Los recursos obtenidos por la colocación de las obligaciones servirán en un 100% para capital de trabajo consistente en pago a proveedores de vehículos y repuestos automotrices y/o mantener las condiciones en ventas a crédito.*			
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores			
Representante de los obligacionistas:	Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cia. Ltda.			

*Los recursos que se capten a través de la emisión de obligaciones a largo plazo no podrán destinarse a la adquisición de acciones u obligaciones emitidas por integrantes de: grupos financieros o económicos, compañías de seguros privados o sociedades o empresas mercantiles, que estén vinculadas con el emisor; ni podrán destinarse a cancelar pasivos con personas naturales o jurídicas vinculadas con el emisor, de conformidad con la Ley de Mercado de Valores- libro dos del Código Orgánico Monetario y Financiero y en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

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.

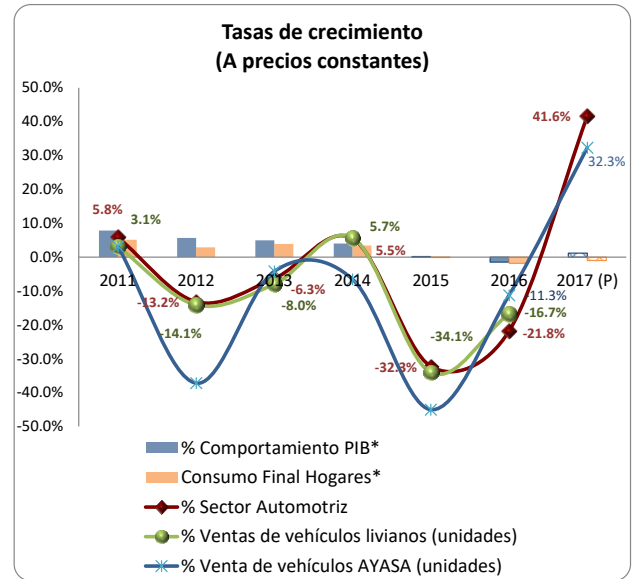
Esto, sumado a un menor crecimiento macroeconómico, explica la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 21.8% en 2016. Lo anterior implica que en dicho año se vendieron 17,754 unidades menos que en 2015 (81,309 unidades vendidas en 2015). Sin embargo, la caída fue 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.

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) volvió al 12% a partir de junio-2017.

Se prevé que en el año 2017 se comercialicen en Ecuador 90,000 nuevos vehículos, equivalente a un crecimiento de 41.6%². Con datos oficiales al mes de agosto-2017 se han vendido 62,499 unidades cuando a agosto-2016 se habían vendido 38,403 unidades, lo que refleja una importante recuperación en unidades del 63%.

Gráfico 1



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

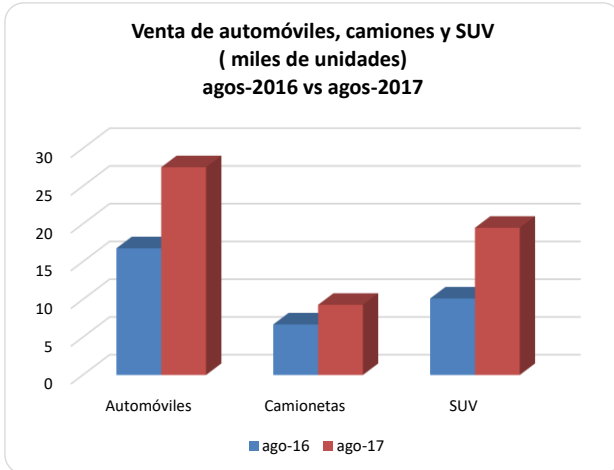
La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de vehículos livianos (automóviles, camionetas y SUV). Como se puede apreciar en el gráfico 1, en 2016 este subsector sufrió una menor contracción que el mercado automotor en general, con un decrecimiento del 16.7%.

A agosto-2017 según información de la AEADE las ventas en el segmento de livianos evidencian una recuperación del 67.5%, influenciado principalmente por el segmento de automóviles y SUVs.

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

² <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/las-ventas-de-autos-se-recuperan>

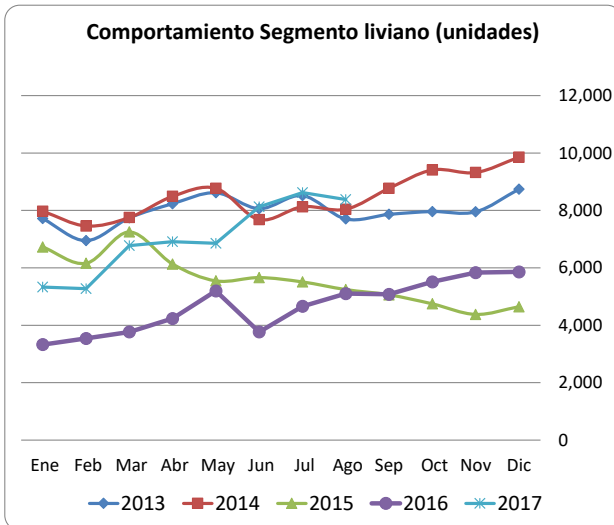
Grafico 2



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 agosto-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.³

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 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.

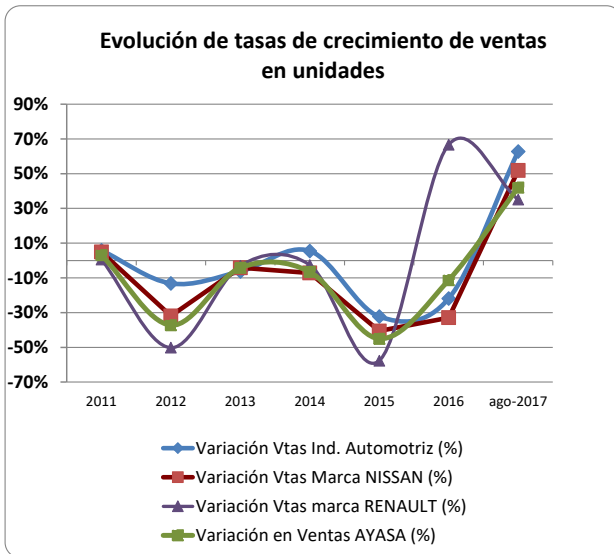
En los últimos 25 años la Compañía ha pasado por varios cambios, que, junto con una planificación estratégica exitosa, le han permitido tener una generación operativa importante y una cobertura nacional a través de once concesionarios, dos salas de exposición, tres tiendas de venta de repuestos y dos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

Cuenta con 715 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 S.A. 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).

³ <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 agosto-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 (39.6% de participación a agosto-2017), que ensambla en el país aproximadamente el 80% de sus productos. Además, se observa un crecimiento importante de la marca KIA (17% de participación a agosto-2017 vs 12.3% a agosto-2016) quien de igual manera se encuentra ensamblando sus vehículos localmente.

Entre diciembre-2011 y agosto-2017 Nissan ha perdido participación en aproximadamente 3.6pp y la marca Renault en 1.6pp, además se observa que interanualmente su participación en el mercado también a disminuido. Actualmente Nissan posee un 3.6% del mercado (4.2% a agosto-2016) mientras que Renault mantiene un 2.3% del mercado (2.8% a agosto-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.

AYASA maneja siete 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 75.7% de los ingresos de la compañía a agosto-2017. La venta de repuestos de ambas marcas representa aproximadamente un 13%.

Gráfico 5

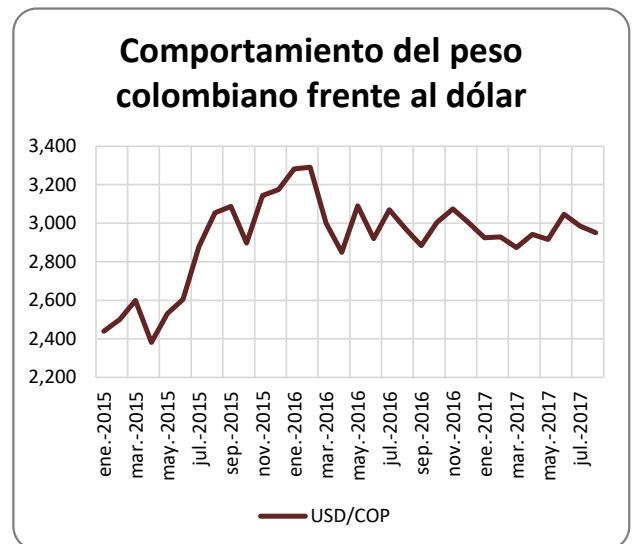


Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR.

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 mientras que los vehículos Nissan provienen principalmente de México y Japón.

Gráfico 6



Fuente: www.investing.com Elaboración: BWR

La marca Renault se ha beneficiado desde mediados del 2015 de la devaluación del peso colombiano frente al dólar. Se espera que a futuro AYASA empiece a diversificar los países desde donde importarán estos vehículos. En el corto plazo se espera que el emisor tenga que sacrificar su margen para continuar siendo competitivo.



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 10% del activo. La deuda financiera que mantienen las relacionadas es principalmente con bancos y es pequeña en comparación a la deuda del emisor.



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. Con corte agosto-2017 Fotón se encuentra generando ganancias, situación que se da 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 agosto 2017 el patrimonio de AYASA es de USD 65.3 MM, y de este el 33% 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 Holding 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 capitalización⁴ de parte de sus utilidades. Esto se ve reflejado en que la deuda financiera representa solamente el 30% 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 con 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.

⁴ 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, la Gerencia 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 del departamento de Tecnología. Además, a partir del 2017 la empresa cuenta con un área de Planificación y Proyectos que le 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 con 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 agosto-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.

AYASA ha actualizado las proyecciones utilizadas en este informe respecto a las enviadas para el seguimiento de las dos operaciones adicionales que mantienen en el mercado de valores y las mismas han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo con 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 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.

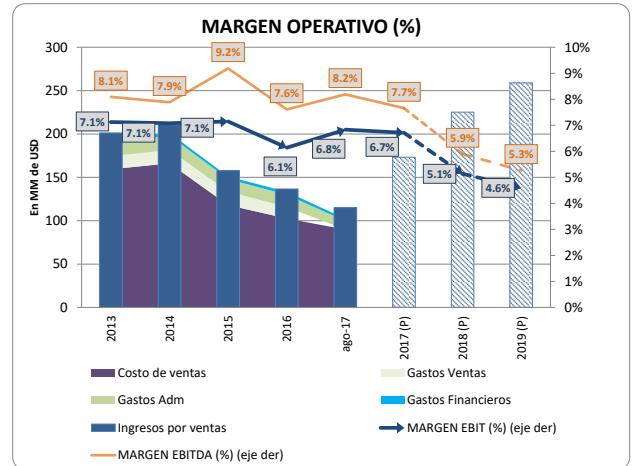
Las ventas de Automotores y Anexos S.A. se mueven históricamente en línea con el mercado; en dólares, durante el 2014 crecieron en 4.62%, mientras en 2015 existió una reducción del 25.11% que se dio principalmente por la reducción del 40% del cupo de importación de AYASA frente al que tenían en 2014. 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 agosto-2017 observamos un fuerte crecimiento anual de las ventas tanto en unidades (42%) como en dólares (31%), derivado de una recuperación de los ingresos en sus principales líneas de negocios que se aprecia de igual manera en todo el sector. La proyección considerada para 2017 supone un crecimiento anual de 26.83%.

Para el 2018 esperamos que las ventas de la Compañía continúen creciendo de forma importante pues la industria automotriz se encontraba rezagada y gracias a la eliminación de los cupos de importación y al acuerdo con la Unión Europea existirá un mayor dinamismo y competitividad en la misma. El escenario analizado considera un incremento de 30%.

La proyección del crecimiento de sus ingresos viene dada principalmente por mayores ventas de los vehículos que comercializan a través de la introducción en el mercado de nuevos modelos en ambas marcas y al manejo de estrategias de precio en ciertos modelos, que les permitan adaptarse a la nueva tendencia del mercado. Además, esperan intensificar sus ventas en vehículos de gama económica y alta cuyo retorno es atractivo para la Compañía.

Grafico 7

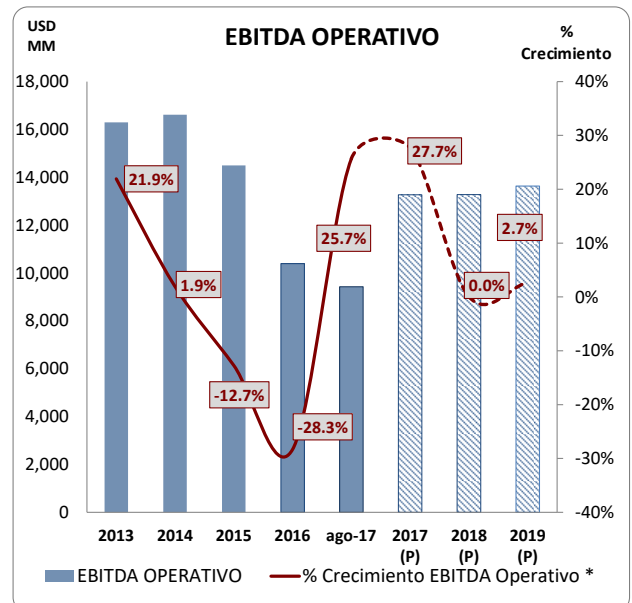


Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

El margen bruto, que se había fortalecido a partir de 2015, se contrae significativamente (21.98% frente a 25.16% de agosto-2016) debido a la presión competitiva existente por la apertura del mercado, y que ha requerido la aplicación de estrategias de descuentos y promociones.

Para finales del 2017 esperamos una pequeña disminución del margen frente al actual (21.47%) pues la Compañía espera que el precio de importación de los vehículos Renault se incremente durante los dos últimos meses del año. Esto además impactará al margen del 2018 pues se observará el efecto anual del incremento, por lo que creemos que el margen se contraerá al 17.17%, en línea con las proyecciones del emisor.

Gráfico 8



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

En 2017 se aprecia una recuperación importante en términos absolutos del EBITDA derivado del importante crecimiento en ventas, de los incentivos que recibe la empresa de fábrica, y el hecho de que los gastos de operación fijos se diluyen en una mayor generación a pesar de que estos muestran un incremento interanual en dólares del 11.7%.

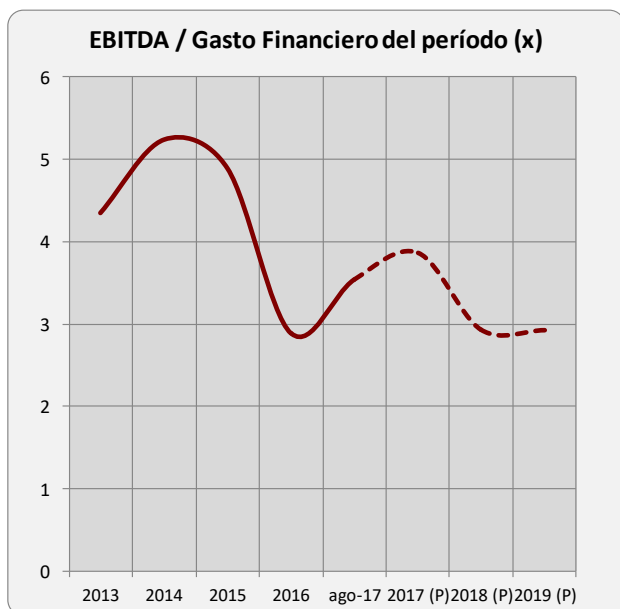
En función del comportamiento esperado del negocio en los últimos cuatro meses del 2017, el crecimiento del EBITDA se ajustaría a 28% hasta fines de año. El resultado incorpora la expectativa del emisor de recibir incentivos por la venta de vehículos Renault y mayores bonificaciones por el cumplimiento de metas anuales.

	dic-14	dic-15	dic-16	ago-17
Egresos operativos/Ventas + otros ingresos operativos	14.91%	18.82%	19.79%	16.75%

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

Para el 2018, a pesar del crecimiento en ventas esperamos que el EBITDA de la Compañía se ubique en niveles similares a los del 2017 debido principalmente al ajuste en el margen bruto mencionado anteriormente.

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 para finales del 2017 ubicándose en 3.76 veces y que en 2018 y 2019 sea de 2.85 veces.

Es importante mencionar que el gasto financiero tiene relación con el nivel de ventas de la Compañía pues en este rubro se incluye el gasto por cartas de crédito para el financiamiento de vehículos, comisiones con tarjetas de crédito además de tributos con el Estado y el Impuesto por la Salida de Divisas (ISD). En este sentido, este rubro tendría un componente variable a diferencia de otras empresas calificadas.

Estructura del Balance

ACTIVOS

Cuenta	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	ago-17
Total Activo Corriente	76%	71%	70%	70%	69%
Fondos Disponibles	11%	13%	17%	11%	12%
Inversiones temporales	1%	0%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	15%	18%	9%	11%	15%
Inventarios Neto	30%	37%	37%	44%	29%
Otras cuentas por cobrar	5%	0%	2%	2%	1%
Anticipo a proveedores	13%	1%	4%	1%	8%
Gastos anticipados	0%	0%	0%	1%	3%
Otros Activos corrientes	1%	1%	1%	1%	0%
Total Activo No Corriente	24%	29%	30%	30%	31%
Propiedades	19%	20%	21%	19%	19%
Inversiones Emp. Relac.	3%	7%	7%	6%	10%
Intangibles	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	3%	2%	2%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

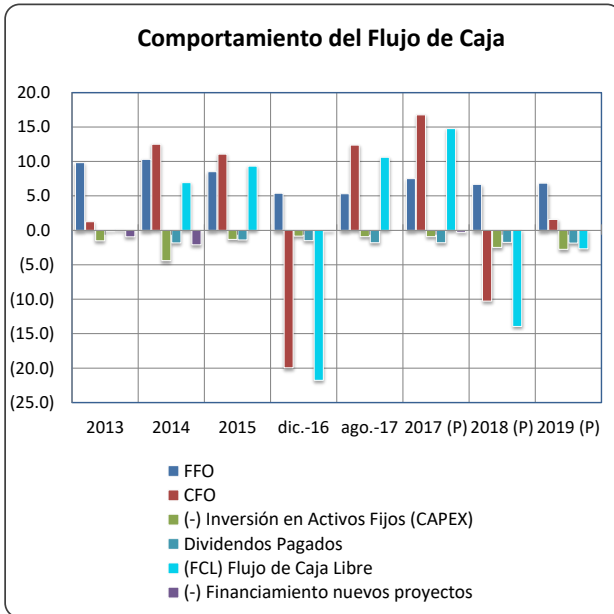
PASIVO Y PATRIMONIO

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	ago-17
Total Pasivo Corriente	29%	28%	26%	34%	26%
Deuda Financiera CP	15%	9%	10%	28%	14%
Deuda Comercial	5%	8%	9%	2%	3%
Otros Pasivos CP	8%	11%	8%	4%	8%
Total Pasivo LP	15%	16%	12%	11%	16%
PATRIMONIO	56%	56%	62%	55%	59%
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 desde su fábrica en Colombia. 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.

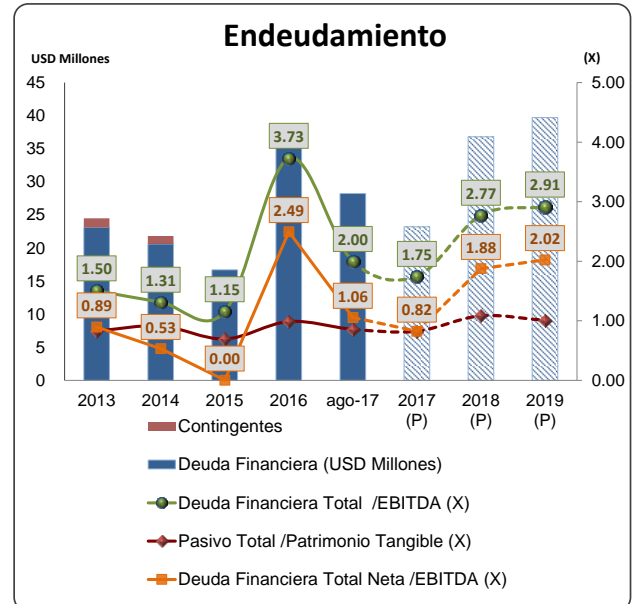
Con corte agosto-2017, observamos que AYASA presenta un CFO positivo debido principalmente a que el inventario que se adquirió en el mes de diciembre se ha liberado.

Para fines de año, se estima que el FCL será positivo en USD 14.8MM, 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 1.1MM.

Si para el 2018 se cumplen las expectativas de crecimiento esperamos que exista un requerimiento fuerte de capital de trabajo,

específicamente para la compra de inventarios, por lo que en este año el FCL de la Compañía sería negativo.

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 con su capacidad de generación y a su patrimonio, lo cual les 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 3.73 veces el EBITDA por las razones antes anotadas.

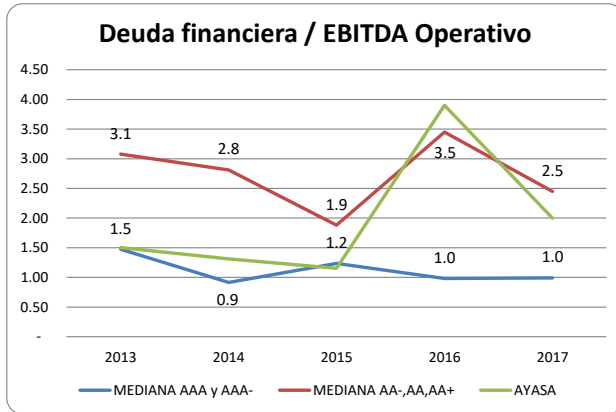
A la fecha de corte, observamos una mejora importante de este indicador, que se ubica en 2 veces pues la Compañía ha logrado reducir USD 10.5MM del total de su deuda financiera respecto a la que mantenían a inicios de año y a la mejor generación operativa de la Compañía.

Adicionalmente, la estructura de plazos de la misma mejora, con un 45.2% en el largo plazo frente a un 20% que mantenían a diciembre-2016.

Para el 2018, la Compañía necesitará financiamiento adicional debido al requerimiento de capital de trabajo para alcanzar el crecimiento en ventas esperado, por lo que el indicador Deuda financiera Total sobre EBITDA se ubicaría en 2.77 veces.



Gráfico 12



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

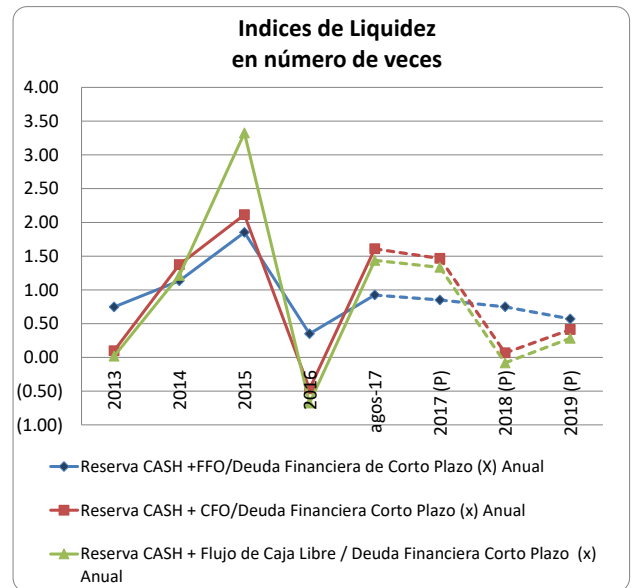
El cuadro anterior muestra que el nivel de deuda de la empresa a agosto-2017 se compara favorablemente con otras empresas con calificaciones similares; sin embargo, debe indicarse que en el mediano plazo existe una incertidumbre sobre el comportamiento del mercado automotriz.

Nuevas medidas gubernamentales encaminadas a restringir las importaciones o condiciones más rigurosas para acceder a la financiación de vehículos podrían presionar la generación y los indicadores de endeudamiento respecto a lo esperado. Al mismo tiempo, 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 para finales de año este se mantenga en un nivel conservador considerando la disminución de la deuda. 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 agosto-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 13.3MM. De este monto, alrededor de USD 7 MM se utilizan para la operatividad normal del negocio y los restantes USD 6.3MM, 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. Según las proyecciones analizadas esperaríamos un escenario similar para finales del 2018.

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.

A lo largo del 2017 el emisor ha podido generar liquidez suficiente para disminuir el monto total de su deuda en USD 10.5MM y se espera que hasta fines de año logre pagar al menos USD 5 MM adicionales.



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	ago-17
Activo Líquido (USD M)	13,312.64
Activo Ajustado (USD M)	100,086.11
Activo Total (USD M)	111,529.64

ago-17				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	13,053.02	13,053.02	7.67
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	18,945.34	31,998.36	3.13
3era	Deuda sin garantía específica de balance	14,198.16	46,196.52	2.17
TOTAL		46,196.52	46,196.52	2.17

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 2.17 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 con el 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.

En la declaración juramentada que realiza el emisor como parte de este proceso, se han definido como activos que respaldan la emisión a cuentas por cobrar por USD 6MM e inventarios por USD 9MM que se encuentran libres de gravamen, y se compromete a reponerlos y mantenerlos sin ningún gravamen. Según confirmación del emisor, estos activos no incluyen cuentas por cobrar a relacionadas.

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

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 69% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 31% 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 LA EMISIÓN CALIFICADA

Dentro del contrato de emisión de la emisión de obligaciones calificada Automotores y Anexos S.A. se compromete a cumplir con los siguientes resguardos de Ley:

- 1) Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor a 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 activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 del capítulo III del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.

Debe notarse 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.



Además de la presente emisión de obligaciones analizada en el presente informe, AYASA mantiene las siguientes operaciones en el mercado:

Tipo Instrumento	Monto autorizado	Monto en circulación	Calificación	Calificadora
Emisión de Ob. 2012	15,000,000	800,000	AA+	BWR
Emisión de Ob. 2015	15,000,000	8,437,500	AA	BWR

Atentamente,

Patricio Baus
Gerente General

Automotores y Anexos S.A.					
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	ago-17
Resumen de Resultados					
Ventas	201,390	210,687	157,781	136,564	115,138
% crecimiento	7.1%	4.6%	-25.1%	-13.4%	31.0%
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	10,392	9,427
MARGEN EBITDA (%)	8.1%	7.9%	9.2%	7.6%	8.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	16,298	16,612	14,498	10,392	9,427
MARGEN EBITDAR (%)	8.1%	7.9%	9.2%	7.6%	8.2%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14,348	14,915	11,277	8,383	7,871
MARGEN EBIT (%)	7.1%	7.1%	7.1%	6.1%	6.8%
Gasto Financiero del período	-3,749	-3,171	-2,965	-3,447	-2,629
Impuestos a la renta	-2,731	-3,130	-3,016	-1,550	-1,481
UTILIDAD NETA	8,439	9,218	6,710	4,278	4,602
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	9,925	12,987	16,673	12,828	13,313
Capital de Trabajo	34,035	45,697	35,681	59,293	45,716
Cuentas por Cobrar Comerciales	12,797	17,401	8,367	12,544	17,081
Inventarios	25,863	35,971	35,641	49,150	32,339
Cuentas por Pagar Proveedores	4,624	7,676	8,327	2,401	3,703
Deuda Financiera Total	23,097	20,620	16,706	38,752	28,235
Otros Pasivos	8,471	13,474	11,535	9,303	14,258
Patrimonio	47,728	54,454	59,757	62,528	65,333
Patrimonio Tangible	45,324	47,077	52,704	51,090	53,890
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	16,298	16,612	14,498	10,392	9,427
(-) Gasto Financiero del período	-3,749	-3,171	-2,965	-3,447	-2,629
(-) Impuesto a la renta del período	-2,731	-3,130	-3,016	-1,550	-1,481
(-) 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	5,396	5,317
(-) Variación Capital de Trabajo	-8,556	2,176	2,538	-25,357	7,047
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,261	12,487	11,055	-19,961	12,364
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	571	797	714	758	885
(-) 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	-918
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-97	-51	-54	-195	114
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	127	6,935	9,329	-21,763	10,604
Margen de Flujo de Caja Libre %	0.1%	3.3%	5.9%	-15.9%	9.2%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	4,667	-2,477	-3,914	22,046	-10,517
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-8,884	708	-1,730	-4,011	398
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	484
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	2.57	3.02
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	4.35	5.24	4.89	3.02	3.59
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.35	5.24	4.89	3.02	3.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.50	1.31	1.15	3.73	2.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.89	0.53	0.00	2.49	1.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	29%	22%	38%	30%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.75	1.13	1.85	0.35	0.92
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.10	1.37	1.15	(0.64)	1.20
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	1.21	3.33	(0.68)	1.44
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)	1.44

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%	-27.0%	-13.0%
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	13,576	9,919
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)	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	2.21
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3.75	4.84	4.48	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 - flexibilidad	1.79	1.25	1.31	3.92
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	0.96	0.43	0.01	2.56
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	37%	29%	24%	40%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.48	1.43	1.05	0.26
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.23)	1.28	0.88	(0.68)
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.32)	1.05	1.14	(0.68)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	(0.32)	1.05	1.13	(0.68)



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 con 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.