

Ecuador
Emisión de Obligaciones

Automotores y Anexos S.A. (AYASA)

Calificación:

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
Emisión de Ob. 2015	AA	N/R	N/R
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.

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

NR: No registra cambio de calificación.

AA: Corresponde 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.

Resumen Financiero

(USD Millones)	2017 (diciembre)	2018 (junio)
Activos	100,6	126,4
Ventas	175,8	102,0
Margen EBITDA (%)	7,73%	5,85%
ROE (%)*	10,66%	10,30%
Deuda / capitalización (%)	35,69%	48,14%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	1,48	-0,54
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	1,20	-0,72
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	2,35	4,57
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x)*	4,16	8,41

*Indicador anualizado para junio-2018

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

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación 'AA' a las emisiones de obligaciones que se analizan en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

La calificadora considera que Automotores y Anexos S.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y que gracias a su planificación estratégica, le han permitido tener una generación operativa importante capaz de mitigar en parte los riesgos de la industria en la que se desenvuelve. La Compañía mantiene la representación de la marcas Nissan y Renault en el Ecuador que presentan una participación de 4.6% con corte junio-2018 en el mercado de automotores.

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 se recuperó de forma importante recuperación a partir del segundo semestre del 2017 por la eliminación de los cupos de la Resolución 50 del COMEX y la disminución al 12% del Impuesto al Valor Agregado (IVA), tendencia que continúa en 2018.

El emisor ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados tanto de su flexibilidad operativa como de su adecuada gestión administrativa y comercial. En el 2017 se observó una recuperación importante de la generación operativa gracias a mayores ventas, la eliminación de los cupos y al 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 utilizó en 2017, no obstante en 2017 el indicador regresó a niveles conservadores. Consideramos que para cumplir el nivel de ventas esperado para el 2018 y a las inversiones que planean, la Compañía necesitará de financiamiento lo que podría presionar este indicador, sin embargo, no creemos que este llegue a los niveles observados 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. En el 2017, el emisor generó liquidez suficiente para disminuir el monto total de su deuda bancaria y de mercado de valores en USD 9.9MM. 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 sobre los niveles esperados.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

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:	2.625.000,00	625.000,00	1.250.000,00
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	1-sep-16
Fecha de Vencimiento	13-nov-19	11-ago-18	1-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:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A		
Representante de los obligacionistas:	Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cía. Ltda.		

Emisión de Obligaciones 2017				
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.SAR.2017.00023718			
Fecha de Aprobación SCVS:	4-dic-17			
	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
Monto Colocado:	-	-	4.000.000,00	4.000.000,00
Monto en Circulación:	-	-	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
Fecha Colocación:	-	-	23-may-18	30-may-18
Fecha de Vencimiento	-	-	23-may-22	30-may-22
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 DECEVALE S.A			
Representante de los obligacionistas:	Corporación JUAN ISAAC LOVATO VARGAS Cía. Ltda.			

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 3% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares y el consumo final del gobierno mantuvieron una variación positiva del 4.9% y 3.8% respectivamente.

El Banco Central del Ecuador a la fecha de elaboración del presente informe no dispone de la previsión de crecimiento para el 2018 pues

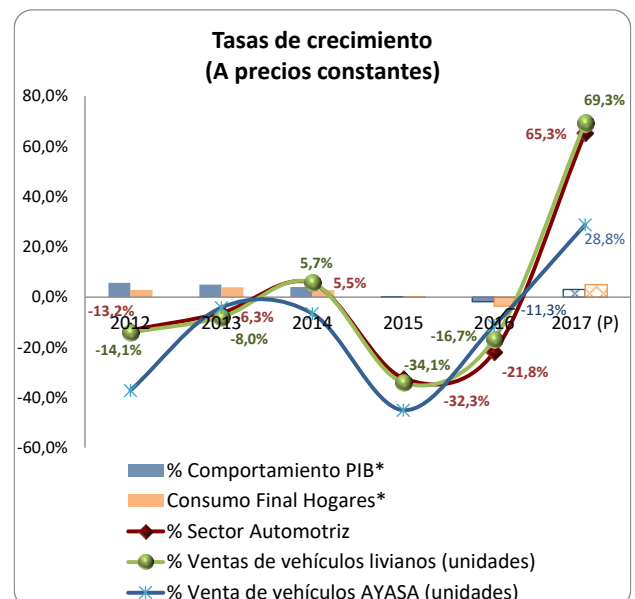
posterior a la aprobación por parte de la Asamblea Nacional de las propuestas de política económica planteadas mediante la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, esperan incluir su impacto en las distintas variables macroeconómicas.

A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 2%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 2.5%, seguido de un 2.2% para 2019. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez, así como del éxito de su programa de incentivos para el sector privado.

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).

Gráfico 1



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

En el 2017, el sector automotor ecuatoriano mostró un mayor dinamismo debido al Acuerdo



Comercial con la Unión Europea, la eliminación del sistema de cupos establecido 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. Según datos oficiales de la AEADE con corte diciembre 2017, se comercializaron 105,077 unidades (63,555 unidades vendidas en 2016), equivalente a un crecimiento del 65.3%.

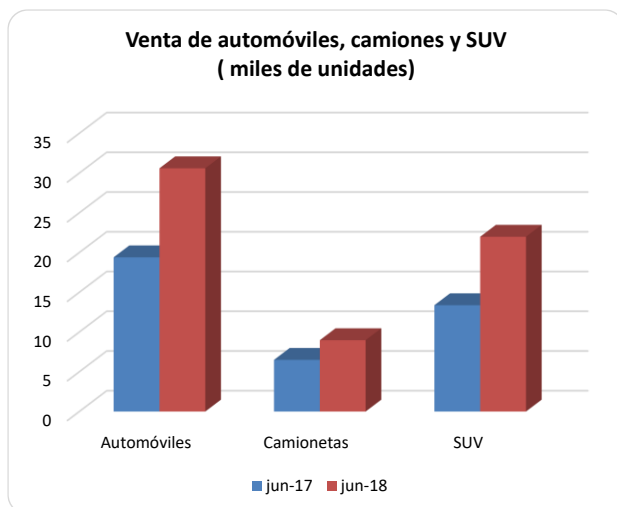
Con corte junio-2018 se han comercializado 68,280 unidades frente a las 43,605 comercializadas en el mismo periodo del año anterior lo que implicaría un crecimiento interanual (en unidades) del 56.6%. Para finales de año se espera comercializar entre 140,00 y 142,000 unidades, satisfaciendo a una demanda rezagada por la anterior normativa.

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 diciembre-2017 según información de la AEADE las ventas en el segmento de livianos se incrementaron interanualmente en 69.3%.

En el gráfico 2 se muestra el comportamiento que han tenido las ventas de los diferentes tipos de vehículos livianos, donde se evidencia la fuerte recuperación del negocio tras la eliminación de las restricciones a la importación de vehículos. Con corte junio-2018 las ventas en este segmento presentan un incremento de 56.7% respecto al mismo período del año anterior.

Gráfico 2

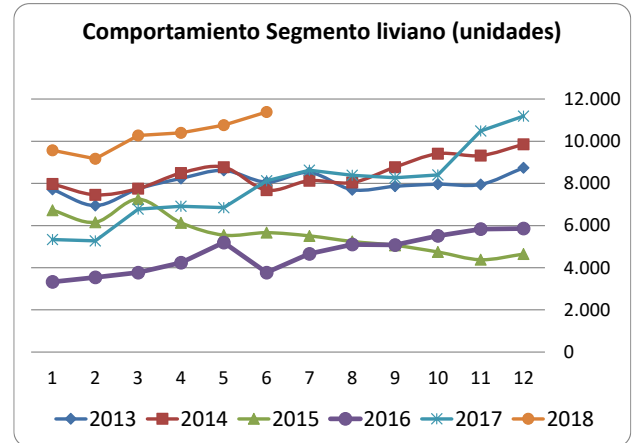


Fuente: AEADE
Elaboración BWR

En el gráfico siguiente 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 en el 2017 y los seis primeros meses del 2018.

Gráfico 3



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

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.

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 con el 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 (se estima que en el parque automotor existen alrededor de 51,000 camiones que ya cumplieron su vida útil)¹, impulso el acceso a nuevas tecnologías de movilidad, generación de líneas de crédito preferenciales para renovaciones y revisión de impuestos.²

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. No obstante, cabe indicar que

¹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/empresas-automotrices-ecuador-plan-renova.html>

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



el sector de vehículos livianos se ha visto históricamente más afectado por dichas medidas que el de buses y camiones, por estar asociados principalmente a actividades productivas.

HECHOS RELEVANTES DE LA COMPAÑÍA

- En el Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas del 15 de diciembre del 2017 se determina la adquisición de la cantidad de 3.516.562 acciones ordinarias y nominativas que fueron registradas como acciones en tesorería por un valor de US\$9,684,276.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

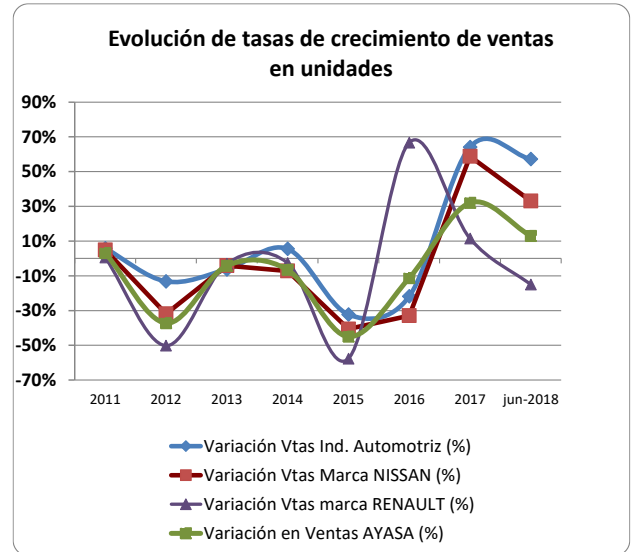
Automotores y Anexos S.A. (AYASA) es una corporación automotriz establecida en la ciudad de Quito en 1963 por tres grupos familiares. Las principales actividades de la Compañía se relacionan fundamentalmente con la comercialización de vehículos automotores, repuestos y talleres de servicios de las marcas 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 770 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).

Gráfico 4



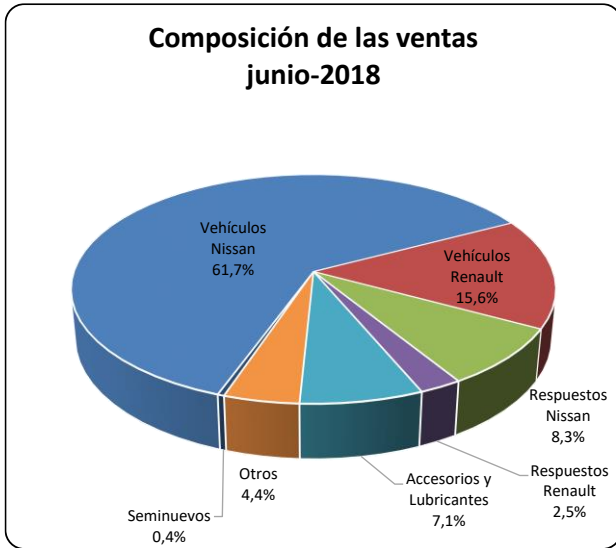
Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR

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. En un mercado regulado, el ensamblaje local tenía menores restricciones, por lo que la marca líder era Chevrolet, quien ensambla en el país aproximadamente el 80% de sus productos. Sin embargo, a la fecha de corte observamos que su participación en el mercado ha disminuido (34.9% a junio-2018 vs 40.4% en junio-2017) pues los vehículos importados, han ganado mayor parte del mercado. Los países de origen con mayor crecimiento de importaciones son China y México.

Entre diciembre-2011 y junio-2018 Nissan ha perdido participación en aproximadamente 3.9pp y la marca Renault en 2.2pp, además se observa que interanualmente su participación en el mercado también ha disminuido. Actualmente Nissan posee un 3.3% del mercado (3.9% a junio-2017) mientras que Renault mantiene un 1.3% del mercado (2.5% a junio-2017). 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 77.3% de los ingresos de la compañía a junio-2018. La venta de repuestos de ambas marcas representa un 10.8%.

Gráfico 5

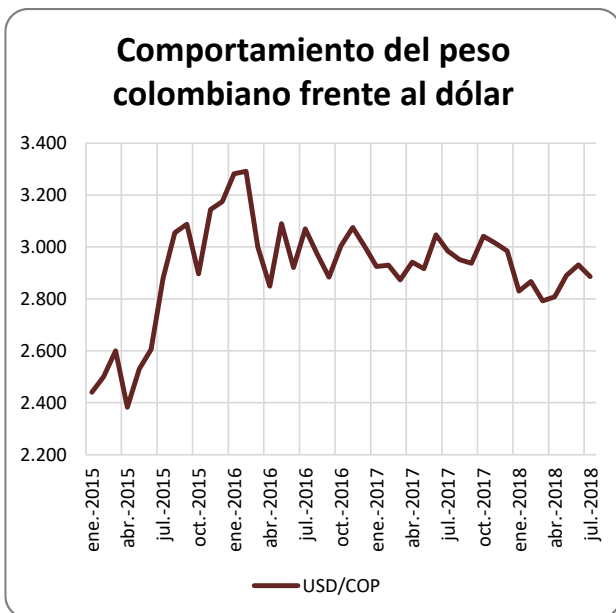


Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración: BWR.

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.

Desde octubre-2017, los vehículos Renault ensamblados en Colombia se encuentran pagando un arancel del 40%, lo que ha afectado al margen de esta línea, sin embargo, según comentarios de la Administración desde el mes de septiembre-2018, la fábrica en Colombia contará con el certificado de origen para poder importar los vehículos sin arancel de acuerdo con la Comunidad Andina de Naciones. Por su parte, los vehículos Nissan provienen principalmente de México y Japón.

Gráfico 6



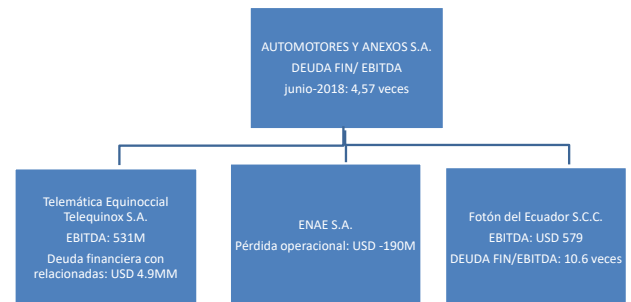
Fuente: www.investing.com Elaboración: BWR

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. El emisor en los últimos meses ha tenido 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. (99.80%), 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 8.85% del activo. Las empresas relacionadas mantienen una deuda bancaria de 15MM y Telequinox mantiene una cuenta por pagar a AYASA por 4.9MM. La deuda bancaria de las relacionadas mantiene garantía de AYASA, por lo que en el análisis de endeudamiento del emisor se consideran dichos rubros.



* EBITDA de junio-2018 se presenta anualizado
Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Información con corte junio-2018.
Elaboración: BWR.

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 de ingresar al segmento de vehículos pesados. Con corte junio-2018, Fotón mantiene una utilidad operacional que asciende a USD 529M, resultado del nuevo enfoque que se le ha dado a la marca y a la eliminación de las salvaguardias que se dio hasta junio-2017.

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. ENAE empezó sus operaciones a partir del segundo semestre del 2017 y esperan comenzar a generar ganancias desde el 2019.

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 1.4MM que mantenía con su relacionada a cambio de los activos fijos que AUDESUR mantenía en Guayaquil.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A junio-2018 el patrimonio de AYASA es de USD 58.7MM, y de este el 20% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Tipo	% de Participación
Espinosa Maldonado Nicolás	Natural	17,01%
AYASA	Nacional	19,01%
Niagara Investment Service LLC	Extranjera	13,61%
Malo Alvarez Leonardo Gil	Natural	8,31%
Otros	-	42,07%
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 corresponden principalmente a personas pertenecientes a una de las tres familias fundadoras. Como se indicó en la sección de hechos relevantes, AYASA recompró sus acciones y se encuentran registradas como acciones en tesorería.

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la reinversión de parte de sus utilidades. Esto se ve reflejado en que la deuda financiera representa solamente el 40.2% de la capitalización³ 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 veinte años de experiencia en Automotores y Anexos.

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 a inicios del 2018 aprobaron su Política de Gobierno Corporativo y el manual para un adecuado funcionamiento del Directorio.

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.

En el segundo semestre del 2016 se incorporó una nueva Directora de Negocios y 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. Actualmente, se encuentran en un proceso de reestructuración y actualización del departamento de Tecnología.

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,

³ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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 2017 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, 2016 y 2017. 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 abril-2018.

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.

Hemos recibido por parte del emisor las

proyecciones de los estados financieros para el año 2018 y 2019, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

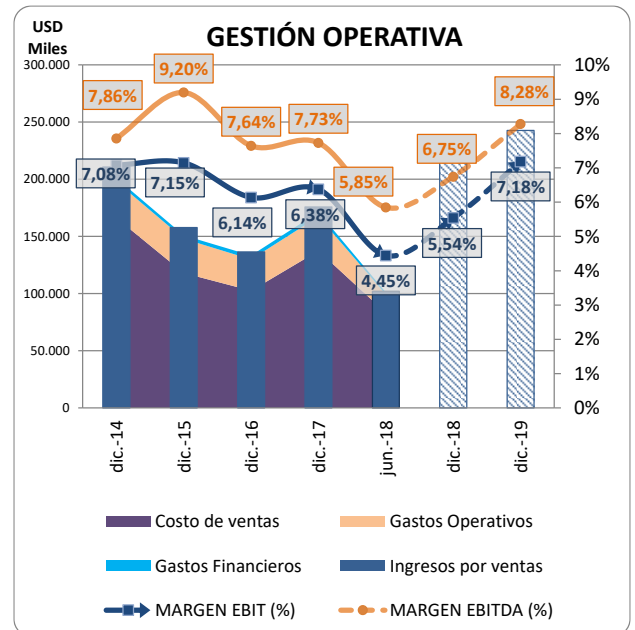
Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

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 4.6%, mientras en 2015 existió una reducción del 25.1% que se dio principalmente por la reducción del 40% del cupo de importación de AYASA frente al que tenían en 2014. En 2016 se observó una contracción en ventas del 13.45%, resultado de las complicadas condiciones del sector automotriz y del macroentorno en general.

Grafico 7



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

En 2017 observamos un crecimiento interanual de las ventas tanto en unidades (29%) como en dólares (28.8%), que se apreció de igual manera en todo el sector.

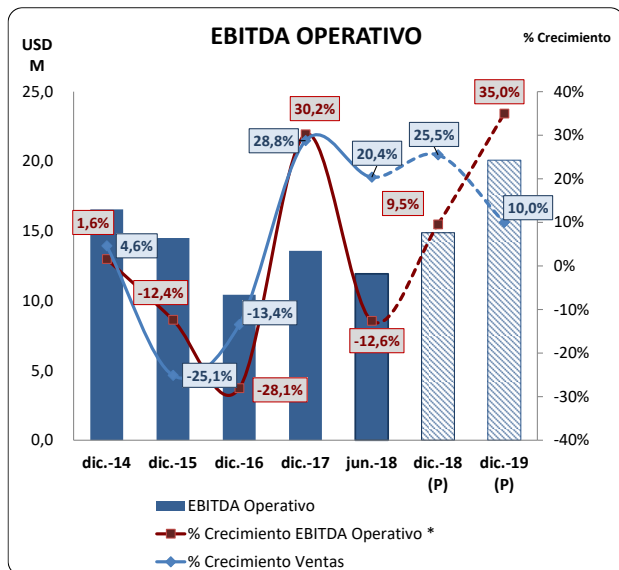
A la fecha de corte las ventas en dólares crecen interanualmente en 20.4%. La Compañía espera un crecimiento de 30% hasta finales de año, sin embargo, la calificadora ha considerado un escenario más conservador con un crecimiento del 25.5% respecto al del 2017. Este crecimiento se justifica por el incremento en ventas que mantienen a la fecha de corte, la introducción 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.

El margen bruto, que se había fortalecido desde el 2015, se contrajo significativamente en 2017 (21.8% frente a 24.9% de diciembre-2016) debido a la presión competitiva existente por la apertura del mercado, y que requirió la aplicación de estrategias de descuentos y promociones.

Para el 2018, esperamos una disminución del margen frente al del 2017 (18.4%) pues el precio de importación de los vehículos Renault se incrementó debido al arancel que se encuentran pagando por la importación desde la fábrica de Colombia, que persistirá hasta septiembre-2018 .

Para el 2019 esperamos que el margen mejore a 19.5%, sin embargo, este supuesto dependerá de las estrategias comerciales que aplique la Compañía.

Gráfico 8



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

En 2017 se apreció una recuperación importante en términos absolutos del EBITDA derivado del importante crecimiento en ventas, de los

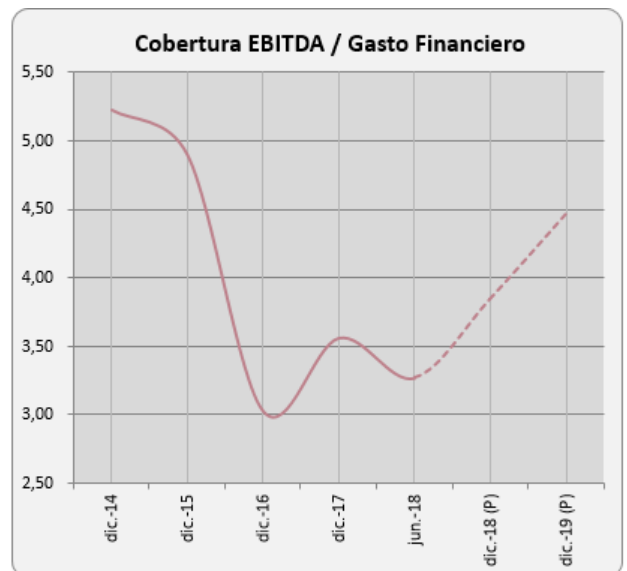
incentivos que recibe la empresa de fábrica (venta de vehículos Renault y mayores bonificaciones por el cumplimiento de metas anuales), y el hecho de que los gastos de operación fijos se diluyen en una mayor generación a pesar de que estos mostraron un incremento interanual en dólares del 9.5%.

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Egresos operativos/Ventas + otros	15,06%	19,00%	20,04%	17,04%	14,83%
Ingresos operativos					

Fuente: Automotores y Anexos S.A.
Elaboración BWR

Para el 2018, a pesar de la disminución del margen respecto al del 2017, esperamos que el EBITDA crezca un 25.5% debido a la mayor generación operativa y a los incentivos que reciben desde la fábrica por mayores ventas.

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 observó una ligera mejora en 2017 y a la fecha de corte. Esperamos que dicha relación se ubique en 3.8 veces en el 2018 y que en 2019 sea de 4.5 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-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Total Activo Corriente	71%	70%	69,7%	65,2%	72,0%
Fondos Disponibles	13%	17%	11,0%	7,2%	8,4%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0,3%	0,0%	0,0%
CxC Comerciales	18%	9%	11,1%	14,5%	16,8%
Inventarios Neto	37%	37%	43,5%	32,2%	40,5%
Otras cuentas por cobrar	0%	2%	1,8%	1,4%	1,1%
Gastos anticipados	1%	4%	1,3%	9,9%	5,3%
Derechos fiduciarios	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos corrientes	1%	1%	0,5%	0,0%	0,0%
Total Activo No Corriente	29%	30%	30,3%	34,8%	28,0%
Propiedad, planta y equipo	20%	21%	20,0%	23,1%	18,5%
Inventarios no corrientes	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%
Propiedades de inversión	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%
Activo Financiero no Corriente	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inversiones Emp. Relac.	7%	7%	6,2%	11,1%	8,8%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0,2%	0,4%	0,4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Total Pasivo Corriente	28%	26%	34,0%	20,0%	33,9%
Deuda Financiera CP	9%	10%	28%	11%	16%
Deuda Comercial	8%	9%	2%	4%	10%
Otros Pasivos CP	11%	8%	4%	5%	8%
Total Pasivo LP	16%	12%	10,7%	22,9%	19,7%
Deuda Financiera LP	12%	7%	7%	18%	15%
Otros pasivos LP	4%	4%	4%	5%	4%
PATRIMONIO	55,9%	62,0%	55,3%	57,1%	46,4%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

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

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

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 fue negativo en USD 19.9MM debido 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.

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. No obstante, el FCL (Flujo de Caja Libre) a diciembre-2016 fue negativo por USD -21.4MM.

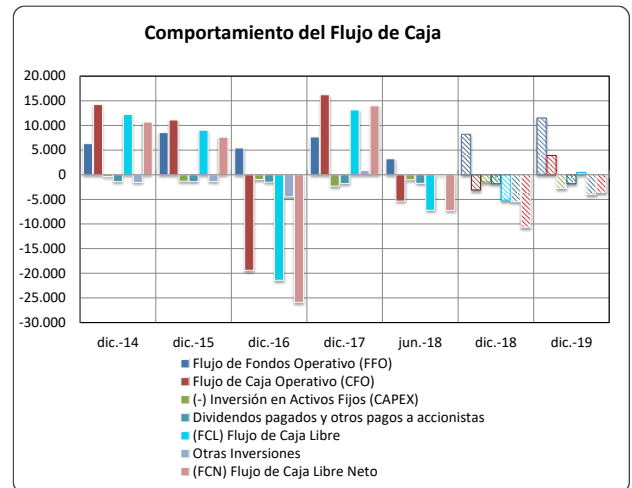
En el 2017, AYASA presentó un CFO positivo impulsado principalmente por la liberación del inventario que se adquirió en 2016. El FCL fue positivo en USD 13.1MM, tomando en cuenta un pago de dividendos a sus accionistas (USD 1.8MM) y se realizaron inversiones en CAPEX por USD 2.3MM.

Con corte junio-2018, observamos que AYASA presenta un CFO negativo, que se deriva de un importante requerimiento de capital de trabajo atado a la mayor generación operativa que se refleja en el inventario y las cuentas por cobrar. Para finales de año esperamos que esta situación se mantenga y que la Compañía presente un CFO negativo de USD 3MM.

En función del comportamiento de las inversiones de capital realizadas hasta el mes de junio, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 1.5MM. Además se a la fecha de corte ya se han pagado dividendos a los accionistas por USD 1.7MM y se esperan que hasta finales de año se paguen USD 100M adicionales. Tomando en consideración lo mencionado, para finales del 2018 el flujo de caja libre sería negativo en USD -5.1MM.

Finalmente, la Compañía espera realizar una inversión de USD 5.5MM para la constitución de una compañía originadora de cartera, el fortalecimiento de su relacionada ENAE y una empresa que comercializará una nueva marca de vehículos chinos. Estas tres inversiones harían que el Flujo de Caja Libre Neto de la Compañía sea negativo en USD 10.7MM, valor que sería financiado con el uso de las clases A y B de la emisión de obligaciones del 2017 y la renovación de los préstamos vigentes a la fecha.

Gráfico 10



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

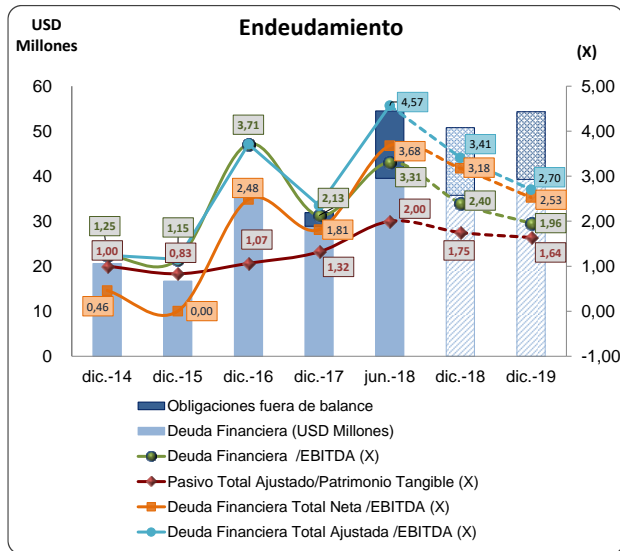
Históricamente AYASA ha mantenido un bajo endeudamiento en relación con su capacidad de generación y a su patrimonio, lo cual le ha otorgado flexibilidad financiera frente a los riesgos producidos por el entorno del sector automotriz y de la economía en general.

Durante el 2015, año particularmente bueno en márgenes y a pesar de la disminución del EBITDA, la relación Deuda financiera Total Ajustada 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 3.71 veces el EBITDA por las razones antes anotadas.

En 2017, este indicador se ubicó en 2.35 veces pues la Compañía logró reducir USD 9.9MM del total de su deuda bancaria y de mercado de valores respecto a la que mantenían en 2016 gracias a la mejor generación operativa.

Gráfico 11

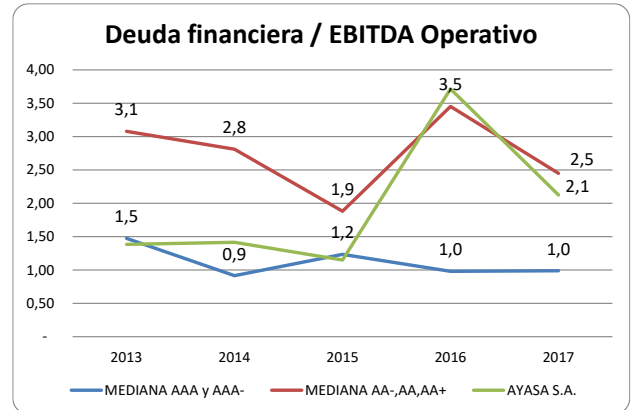


(X) Indicador en veces
 Fuente: Automotores y Anexos S.A.
 Elaboración BWR
 Proyecciones ajustadas por BWR.

A la fecha de corte, este indicador se ubica en 4.57 veces. Es importante mencionar que en este indicador incluye el monto de garantías otorgadas a empresas relacionadas, cuyo valor asciende a USD 15MM con corte junio-2018. Como mitigante a estas garantías, se encuentra el hecho de que a la fecha de corte, la empresa Fotón está generando flujos para el repago de su deuda que asciende a USD 12MM. Además si tomamos en cuenta el monto de caja que mantiene la Compañía, se muestra un indicador de Deuda Financiera Total Neta/EBITDA⁴ de 3.68 veces.

Para el 2018, la Compañía necesitará financiamiento adicional debido al requerimiento de capital de trabajo para alcanzar el crecimiento en ventas esperado y a las inversiones mencionadas anteriormente, por lo que el indicador Deuda financiera Total Ajustada sobre EBITDA se ubicaría en 3.41 veces.

Gráfico 12



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

El cuadro anterior muestra que el nivel de deuda de la empresa en 2017 se compara favorablemente con otras empresas con calificaciones similares; sin embargo, debe indicarse que esperamos que en 2018 y 2019 el endeudamiento se incremente y en el mediano plazo existe una incertidumbre sobre el comportamiento del mercado automotriz.

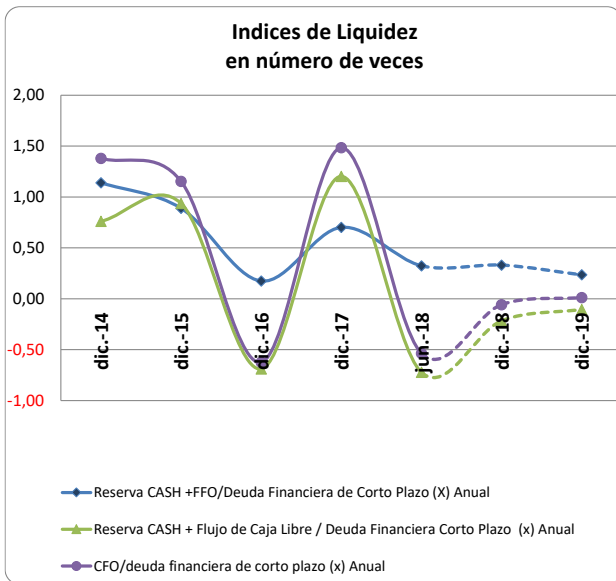
Nuevas medidas gubernamentales encaminadas a restringir las importaciones o condiciones más rigurosas para acceder a la financiación de vehículos podrían presionar la generación y los indicadores de endeudamiento respecto a lo esperado. Al mismo tiempo, se reconoce también la flexibilidad que ha tenido 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 a incrementarse, aunque dentro de rangos conservadores. 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 27% de las utilidades del año anterior. En diciembre-2017 este indicador se ubicó en 42% y se debió 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.

⁴ Deuda financiera neta de caja que a la fecha de corte asciende a USD 10.6MM.

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 mantiene una caja de USD 10.6MM. De este monto, alrededor de USD 3.5MM se utilizan para la operatividad normal del negocio y los restantes se utilizaron para la compra del inventario en el siguiente mes y alrededor de USD 2MM como reserva de liquidez.

En general la liquidez de la Compañía ha sido holgada en los últimos años, salvo en 2016 cuando la empresa requirió nuevo endeudamiento, por necesidades de capital de trabajo extraordinarias. Según las proyecciones analizadas esperaríamos que la liquidez en 2018 se presione debido al mayor endeudamiento que se requerirá para capital de trabajo y consecuentemente la generación de mayores ingresos.

Bajo el actual entorno operativo el riesgo de refinanciamiento en el país fluctúa con la liquidez de la economía, que a su vez depende del financiamiento que consiga el Gobierno para mantener el gasto público. Por otro lado, consideramos que por su perfil, garantías y estructura esta sería una de las empresas que mantendrá alternativas de fondeo en escenarios de estrés.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

Fecha de corte	jun-18
Activo Corriente (USD M)	91.091
Activo Ajustado (USD M)	108.113
Activo Total (USD M)	126.429

jun-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	13.075	13.075	8,27
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	22.125	35.200	3,07
3era	Deuda sin garantía específica de balance	32.512	67.711	1,60
TOTAL		67.711	67.711	1,60

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 1.6 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.

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 72% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 28% 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.



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

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
ene-18	70.110	26.246	2,67
feb-18	72.612	29.286	2,48
mar-18	72.565	29.041	2,50
abr-18	84.517	42.337	2,00
may-18	87.980	39.830	2,21
jun-18	91.091	42.800	2,13
Promedio semestral			2,33

RESGUARDOS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

En función del certificado con corte junio-2018 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de las dos emisiones.

Además, hemos recibido por parte del emisor la certificación de que, a la fecha de corte de los últimos estados financieros presentados, las obligaciones en circulación en el mercado de valores y las obligaciones con el sistema financiero se encuentran al día, y que el conjunto de los valores en circulación de las emisiones en el mercado de valores, incluyendo las titularizaciones de flujos originadas por el mismo, no superan el 200% de su patrimonio.

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.

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.

Con respecto a la **emisión 2017**, 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.

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

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil no se han negociado valores de las emisiones 2015 y 2017 en mercado secundario.

Automotores y Anexos S.A ha participado con éxito en el Mercado de Valores y ha cumplido con sus obligaciones oportunamente.

AYASA S.A.	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
(Miles de USD)					
Resumen de Resultados					
Ingresos Operativos	212.850	159.282	138.316	178.679	103.728
Costo de Ventas	-166.202	-118.022	-102.559	-137.498	-83.194
Gastos Operativos	-31.733	-29.982	-27.374	-29.967	-15.996
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	14.915	11.277	8.383	11.214	4.537
Ingresos y Gastos No Operativos	603	714	758	1.127	1.182
Gasto Financiero del período	-3.171	-2.965	-3.447	-3.816	-1.826
Impuestos a la renta	-3.130	-3.016	-1.550	-2.127	-902
Utilidad Neta	9.218	6.010	4.144	6.398	2.992
EBITDA OPERATIVO (antes de depreciación, amortización, y otras provisiones)	16.561	14.512	10.438	13.591	5.967
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	12.987	16.673	12.828	7.261	10.596
Cuentas por Cobrar Comerciales Corto Plazo	17.401	8.367	12.566	14.580	21.250
Inventarios	35.971	35.641	49.150	32.435	51.212
Otros Activos Corrientes	2.482	6.867	4.150	11.315	8.033
Activos Fijos	19.443	19.872	22.650	23.226	23.394
Otros Activos no Corrientes	9.140	8.905	11.641	11.795	11.944
Activos Totales	97.423	96.326	112.984	100.612	126.429
Cuentas por Pagar Proveedores	7.676	8.327	2.401	3.794	13.185
Deuda Financiera Total	20.620	16.706	38.752	28.884	39.505
Otros Pasivos	14.674	11.535	9.303	10.470	15.021
Pasivo Total	42.969	36.568	50.456	43.149	67.712
Patrimonio	54.454	59.757	62.528	57.463	58.718
Patrimonio Tangible	42.833	43.986	47.371	34.984	41.400
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	16.561	14.512	10.438	13.591	5.967
(-) Gasto Financiero del período	-3.171	-2.965	-3.447	-3.816	-1.826
(-) Impuesto a la renta del período	-3.021	-2.990	-1.568	-2.104	-902
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	10.369	8.557	5.424	7.670	3.240
(-) Variación Capital de Trabajo	2.187	2.546	-24.823	8.551	-8.586
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	12.556	11.103	-19.399	16.220	-5.346
(+) flujo de caja no operativo	628	693	669	1.178	1.084
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1.812	-1.408	-1.507	-1.797	-1.737
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-4.400	-1.319	-983	-2.300	-1.041
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-51	-54	-195	-154	-172
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	6.920	9.015	-21.414	13.147	-7.212
Otras Inversiones y ventas neto	-1.381	-1.416	-4.477	838	-75
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	5.539	7.600	-25.891	13.985	-7.286
Variación Neta de Deuda Financiera	-2.477	-3.914	22.046	-9.868	10.621
Variación Neta de Capital o Aportes	0	0	0	-9.684	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	3.062	3.686	-3.845	-5.567	3.335
Indicadores					
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera					
Margen Bruto %	21,1%	25,2%	24,9%	21,8%	18,5%
Margen EBIT (%)	7,1%	7,1%	6,1%	6,4%	4,4%
Margen EBITDA	7,9%	9,2%	7,6%	7,7%	5,8%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4,27	3,89	2,57	3,01	2,77
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5,22	4,89	3,03	3,56	3,27
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	5,22	4,89	3,03	3,56	3,27
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1,25	1,15	3,71	2,35	4,57
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0,46	0,00	2,48	1,81	3,68
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	27%	22%	38%	36%	48%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1,14	0,89	0,17	0,70	0,32
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,38	1,15	(0,62)	1,48	(0,54)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	2,05	2,24	(3,05)	N/A	N/A
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,61	0,79	(0,83)	1,28	(0,73)



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financiero y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS : Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría , los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente 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 comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2018.