

Ecuador
Emisión de Obligaciones

INTERVISATRADE S.A

Calificación Inicial BWR

	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	C	N/A	Calif. Inicial BWR

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; N/A: No aplica

Resumen Financiero

(Millones USD)	dic.-13	dic.-14	nov.-15
Activos	54.595	47.551	51.481
Ventas	27.843	29.726	29.720
Margen EBITDA (%)	22%	17,9%	36,5%
ROA (%)*	5%	-8,5%	5,3%
Deuda /Capitalización (%)	49%	48,2%	41,4%
CFO / Deuda Fin CP (X)	2,0	3,25	12,92
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	1,1	1,97	10,71
Deuda Financiera Total /FFO (x)	4,4	4,34	1,42

(X) Indicador en veces

Contactos:

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

Econ. Sonia Rodas
(5932) 226 9767 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de “C” a la emisión de obligaciones de Intervisatrade S.A. descrita en el presente informe de calificación.

Esta categoría refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa. De acuerdo a la Ley, esta calificación de “C” se otorga a los valores “cuyos emisores y garantes tienen un mínimo de capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrir en pérdidas de intereses y capital.”

La calificación emitida pertenece a una escala local, la cual 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.

Si bien se observa que la empresa ha sido históricamente generadora de flujos operativos positivos y mantiene actualmente bajos niveles de endeudamiento financiero, que le otorgan una adecuada capacidad de pago bajo circunstancias normales, la decisión de calificación se fundamenta en el contingente importante que afronta el emisor debido al proceso legal, por la acusación de delito aduanero de defraudación, cuya denuncia fundamentada fue presentada por la Dirección Distrital de Guayaquil de SENAE el 20 de noviembre del 2013. Esto debido a que la barcaza generadora y la de almacenamiento, principales activos de la empresa, se encontrarían en el Ecuador sin la respectiva declaración aduanera de respaldo de cambio de beneficiario. En el mes de enero de este año se fijó una audiencia de juzgamiento que resultó fallida, por lo que en los próximos días se podría esperar una nueva convocatoria. Luego de la decisión del juez, el proceso podría demorarse o no, dependiendo de la decisión de las contrapartes así como de las instancias legales existentes.

El resultado del proceso judicial así como su plazo de resolución final son inciertos; no obstante, una de las posibilidades es que la empresa deba enfrentar un pago significativo respecto al tamaño de sus activos y de su generación, que podría afectar la continuidad de su negocio, y de darse antes del vencimiento final de la emisión calificada, derivar en pérdidas para los inversionistas.

Como antecedente, el 24 de diciembre de 2014 el juez de la Unidad Judicial Penal Sur de Guayaquil ordenó la intervención de la compañía y la incautación de los bienes, es decir de las barcazas, por la acusación antes indicada. La empresa se encuentra intervenida desde el 22 de enero de 2015, bajo la administración de CELEC EP.

Por otra parte, los auditores externos otorgaron una opinión con salvedades a la presentación de los estados financieros de los años 2012 al 2013, y en el 2014 la auditora PricewaterhouseCoopers del Ecuador se abstuvo de opinar por falta de documentación soporte de una cuenta por pagar por USD 13.6MM con un acreedor del exterior, así como por falta de soporte de ingresos por condonación de deudas por aproximadamente USD 2.37MM durante el 2007. Esto refleja opacidad de las cifras históricas.

Bajo la administración de CELEC EP se han realizado mejoras de eficiencia y se ha buscado transparentar las cifras de la empresa a través del reconocimiento de provisiones de acuerdo a lo que han estimado conveniente, y además se ha honrado el pago de la deuda financiera de la empresa. Si bien en abril del 2015 se presentó un atraso de 8 días en el pago a los inversionistas de la presente emisión, de acuerdo a la Administración esto obedeció a problemas operativos por la transición, por lo que este inconveniente no se ha repetido hasta el momento. La mejora cualitativa en la administración técnica y financiera de la empresa desde su intervención no mitiga, en nuestro criterio, los riesgos legales antes anotados.



CARACTERÍSTICAS DE LA EMISION

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Intervisatrade S.A.
Monto Original:	\$ 20.000.000,00
Fecha Aprobación SIC:	29 abril del 2011
No. de Resolución	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.11.2670
Fecha Colocación:	30 de mayo del 2011
Fecha Vencimiento:	25 de junio de 2016
Monto en Circulación:	USD 836,623.36
Plazo:	1440 días
Tasa de interés	Clase A: 7.75% fija
Cupón de Interés:	16
Pago de Interés:	Trimestral
Pago de Capital:	Trimestral
Garantía:	General. Términos de la Ley Mercado de Valores.
Destino de la Emisión:	Pasivo no corriente 85% y Cuentas por Pagar 15%
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador	Pichincha Casa de Valores S.A. Picaval
Agente Pagador:	Intervisatrade S.A. a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE)
Rep. Obligacionistas:	Andretta & Asociados Cia. Ltda.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Análisis del Sector Eléctrico (Anexo1)

El suministro de electricidad y agua tiene un peso de alrededor del 1.2% en relación con el PIB 2014 a precios corrientes y 2.3% a precios del 2017. No obstante, más allá de su peso cuantitativo, está su importancia estratégica en la estructura productiva del país, por lo que ha sido ubicado como sector estratégico en la planificación nacional.

En el anexo 1 se puede encontrar el análisis del sector eléctrico ecuatoriano.

Posición de la empresa en el Sector:

Intervisatrade S.A. es una empresa generadora de energía eléctrica térmica. Como se analiza en el análisis sectorial, este tipo de energía produjo el 45.6% de la energía eléctrica del país en el año 2015. Hasta nov-2015 Intervisatrade generó aproximadamente el 2.93% de la energía térmica total aportada al Mercado Eléctrico Mayorista - MEM-, lo que representó el 1.1% de la energía total producida tanto térmica como hidráulica y otras incluida las importaciones.

Si bien el aporte de la energía térmica podría disminuir con el cambio de la matriz eléctrica y la entrada en operación de las nuevas centrales hidroeléctricas, que se prevé se concrete durante este año, el aporte de las Barcaza de Intervisatrade es estratégico debido a su menor costo en relación con otras generadoras térmicas, que utilizan otros combustibles, y su manejo

técnico actual que le ha permitido tener un alto grado de disponibilidad frente a los requerimientos del MEM, en épocas normales como en las etapas de mantenimiento de otras generadoras. Las centrales térmicas tienen un rol estratégico, por ser productores especialmente en etapas de mayor necesidad del sistema eléctrico, cuando por ejemplo por condiciones climáticas las centrales hidroeléctricas no pueden funcionar óptimamente.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Intervisatrade S.A. es una sociedad anónima constituida en el Ecuador en el año 2001, y subsidiaria de Dynami SPV IV Limited de las Islas Caimán. Su actividad es la generación, transporte y distribución de energía eléctrica. Como tal está bajo el control del ARCONEL y del CENACE.

Sus operaciones se rigen por las condiciones y términos del contrato de concesión suscrito con el CONELEC (ahora ARCONEL) para la generación y comercialización de potencia y energía a través de su central de generación “Victoria II”.

En febrero del 2004 la compañía adquirió una planta generadora de energía de 105 MW junto con una barcaza de generación denominada “Victoria II” y una barcaza almacenamiento de combustible nombrada “Sky III”, activos que fueron adquiridos a la compañía Starweaver Limited (accionista de Energiycorp Compañía Generadora de energía S.A.). En agosto 2004 suscribió un contrato para la generación y comercialización de potencia y energía con el estado ecuatoriano a través del CONECEL, ahora ARCONEL, con una vigencia de 25 años, renovable.

El 24 de diciembre el juez de la Unidad Judicial Penal Sur de Guayaquil, dispuso al representante legal del CONELEC, como representante del Estado, asegure los bienes incautados provisionalmente de las barcasas, debiendo mantenerlos operativos con la finalidad de garantizar el servicio público, el cual actuará como representante de la Compañía mientras dure la intervención.

La intervención fue dispuesta a ARCONEL (ex Conelec), el 24 de diciembre, por ser el ente legal responsable de precautelar e servicio público de generación eléctrica, sector en el que participa esta empresa que tendría un rol estratégico, por ser productor especialmente en etapas de mayor necesidad del sistema eléctrico (es generación térmica que entra cuando las demás no lo hacen)

El 24 de diciembre del 2014 el CONELEC, cumplió la resolución de la intervención de INTERVISATRADE S.A. y designa como interventor a CELEC EP.

La empresa fue intervenida el 22 de enero del 2015, luego de que el 30 de diciembre del 2014, el juez distrital de Guayaquil emitió una resolución



motivada, de la audiencia de formulación de cargos celebrada el 24 de diciembre del 2014, en la que se ordenó la intervención de la compañía, y se ordenó la incautación de los bienes, es decir de las barcasas, por la acusación de delito aduanero de defraudación, cuya denuncia fundamentada fue presentada, por la Dirección Distrital de Guayaquil de SENAE, el 20 de noviembre del 2013, ya que las barcasas generadora y de almacenamiento, se encontrarían en el Ecuador sin la respectiva declaración aduanera de respaldo de cambio de beneficiario.

El 6 de enero del 2015 CELEC EP da poder especial al representante legal de ELECTROGUAYAS (Ing. Carlos Julio Balda) para que actúe en representación de CELEC EP y realice las actividades de generación de las Barcasas, según el reglamento de concesiones permisos y licencias para la prestación del servicio de energía eléctrica y el contrato de concesión de la empresa intervenida.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

La compañía es subsidiaria de Dynami SPV IV Limited domiciliada en las Islas Caimán, que a su vez es de propiedad de Dynamic Holdings Ltd. Domiciliada en Guernsey (Corona Británica), QUIEN su vez es de propiedad de BlueCrest Management UK LLP, localizada en Inglaterra. No obstante, no se tiene información adicional de este grupo económico.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Intervisatrade S.A., tiene una estructura de capital formada por 5.140.800 acciones, con valor nominal de USD 1 cada una, siendo sus principales accionistas los siguientes:

Accionistas	Tipo	Participación
Dynami SPV IV Limited	EXTRANJERA	99,99998%
Pablo Chiriboga Becdach	NATURAL	0,00002%

Fuente: Intervisatrade
Elaboración: BWR

El soporte de los accionistas es incierto por la situación jurídica de la empresa.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

A la fecha la administración actual tiene como su representante legal al interventor CELEC EP, representado por el Ing. Carlos Julio Balda Santos, quien debe definir las directivas de la compañía.

CELEC EP es la empresa pública que concentra la mayor parte de la generación eléctrica del Ecuador, y cuenta con una amplia experiencia técnica y administrativa en el segmento del negocio. A Dic-2014 sus activos concentraron alrededor de USD

8.749MM y un total de ingresos operacionales de aproximadamente USD 735.2MM. La capacidad técnica de generación eléctrica y financiera de CELEC EP se encuentra con detalle en el Anexo 1 de este informe.

La resolución definitiva del proceso legal es un contingente también en el manejo administrativo y de gobierno corporativo. Si bien hasta el momento la directriz de la CELEC EP es un soporte fuerte para la administración financiera y técnica de la empresa, su situación es incierta luego del proceso legal.

En función de los dictámenes de los auditores externos 2011 al 2014, percibimos falta de claridad y transparencia en cuentas por cobrar y por pagar de los estados financieros que fueron registradas antes de la intervención. Frente a esto la nueva administración de la empresa ha realizado provisiones y ajustes para que los mismos reflejen de mejor forma la realidad económica de la empresa.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados de los años 2011 al 2013 elaborados por la firma Ernts & Young, y del año 2014 por PricewaterhouseCoopers del Ecuador, los cuales son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los mismos presentan observaciones y salvedades. Para el año 2013, la auditora manifiesta fue no le fue posible obtener documentación de soporte sobre los ingresos por condonación de deuda por aproximadamente USD 2.37MM (2007). Por lo que emiten una opinión con salvedades por este motivo.

Para el año 2014, la auditora indica que tampoco pudo obtener documentación adecuada de soporte sobre la mencionada condonación de deuda por USD 2.37MM, realizada en el año 2007 y que pudiera tener efectos en las cifras del 2014.

Además, tampoco obtuvo respuesta de un acreedor del exterior, sobre una cuenta por pagar que, según los registros contables al 31 de diciembre del 2014, alcanzan a USD 13.6MM, y que tampoco fue proporcionado el registro de la deuda por el BCE. La auditora menciona que tampoco pudo acceder a la comprobación de la existencia de garantías que respalden la deuda, efectos tributarios que se podrían generar de la misma, impuesto a la salida de divisas no registrado, así como de otras transacciones que podrían afectar e saldo presentado en los registros contables y, su efecto, si lo hubiere, sobre los estados financieros del 2014.

Debido al proceso de intervención, el Interventor se abstuvo de emitir comentarios sobre una



administración en la que no ha participado, ni de la integralidad de la información proporcionada para la auditoría. Motivos por los cuales la auditora se abstuvo de emitir una opinión sobre los estados financieros del año 2014.

No obstante, hace énfasis en que debido a la incertidumbre sobre el resultado final del proceso judicial iniciado por la SENAE por presunta responsabilidad penal por el cometimiento de defraudación aduanera, existe incertidumbre sobre el resultado final del proceso y, en consecuencia los pasivos que se podrían generar del mismo, adicionales a los ya registrados al cierre del 2014 (USD 2.37MM).

Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 30 de noviembre del 2015.

Las proyecciones de ingresos utilizadas para este seguimiento fueron preparadas por INTERVISATRADE S.A. No se nos ha entregado proyecciones sobre los EEFF. No obstante, dado el plazo de vencimiento de la operación calificada, el flujo a generarse durante este año deberá cubrir el pago de las obligaciones, en un escenario normal de pagos, es decir sin que intervengan factores externos como los derivados de la contingencia legal, que los consideraremos más adelante.

Gestión Operativa y Tendencias

Las ventas de energía en el Ecuador dependen no solo de la demanda de energía eléctrica, sino de la disponibilidad de las centrales eléctricas y de los ciclos hidrológicos de las centrales hidroeléctricas, ya que el CENACE asigna los cupos de generación en un orden de prelación que da prioridad a las generadoras hidroeléctricas y de termovapor, y a continuación las generadoras térmicas. Por esta razón en períodos de lluvias abundantes podría darse una menor producción de energía desde las generadoras térmicas.

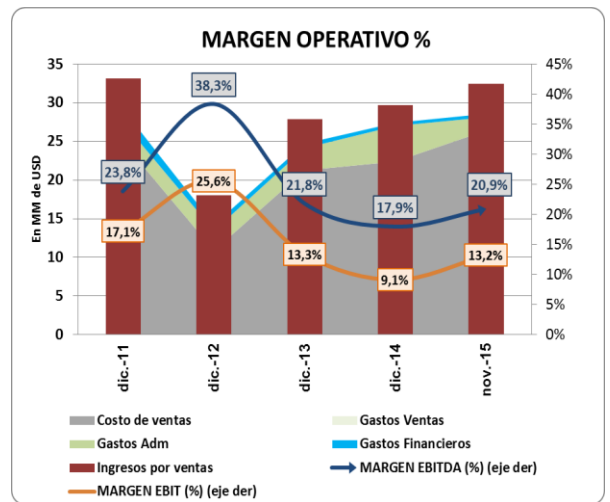
No obstante, como se advierte en el análisis sectorial, la generación hidroeléctrica aún no tiene la capacidad de absorber por si sola la demanda total del país, al menos hasta que entren en operación la nuevas hidroeléctricas en construcción.

Dada esta situación del mercado la generación térmica que aporta Intervisatrade es muy importante, porque aporta al sistema nacional interconectado en momentos de mayor demanda o para suplir generadoras que están con períodos de mantenimiento programado.

El control de este proceso está a cargo del CENACE, institución que realiza la programación de cupos o el despacho de la generación con un día de anticipación al inicio del horario de aporte de la central al SNI.

Los ingresos por ventas se originan en la facturación de la generación de energía, para lo cual la empresa, al igual que el resto de generadoras, ha suscrito contratos regulados con sus clientes. Los contratos tenían vigencia hasta octubre del 2014, que fueron prorrogados hasta enero 2015, desde entonces la administración actual nos informa que se han venido renovando mensualmente hasta la fecha.

Gráfico 5



Fuente: Intervisatrade S.A.
Elaboración: BWR

Los ingresos por venta de energía dependen de la estimación de costos variables que realiza anualmente la empresa y son aprobados por ARCONEL; a nov-2015 esta fue de 6.94 centavos de dólar por KWh. Están adicionalmente ingresos fijos por potencia instalada que son una remuneración por la capacidad de generación que aporta a la capacidad total del sistema. El precio de esta potencia en el año 2015 es de USD 9.5 por KW-mes.

Los ingresos por costos variables representan alrededor del 57.7% de los ingresos generados a nov-2015, en tanto que los ingresos por potencia instalada representaron alrededor del 35.9%, el 6.5% corresponde a la devolución del IVA de combustibles.

En los últimos tres años los ingresos mantienen una tendencia positiva, y las ventas a dic-2015 alcanzaron USD 36.39MM que representa un crecimiento anual de alrededor de 22.4%. Se debe mencionar que con las cifras anualizadas de nov-2015 el crecimiento es de alrededor del 9.1% ya que en el mes de diciembre las ventas reales fueron más altas que en el resto del año.

Para este año 2016 se espera una disminución de los ingresos por la entrada en operación de la hidroeléctrica Coca Codo Sinclair, que representará una menor demanda de energía térmica y podría reducir las ventas de Intervisatrade, por lo que se

estiman ingresos de aproximadamente USD 13.4MM.

Gráfico 6



Fuente: Intervisatrade
Elaboración: BWR

El EBITDA se ha mostrado volátil en los últimos años, debido principalmente a volatilidad en los costos y gastos de operación. En 2014 el EBITDA se recupera gracias al crecimiento en ingresos y una mejora en el margen bruto, mientras que para el 2015 el EBITDA mantendría una reducción anualizada con las cifras de noviembre de alrededor del 12%, que nuevamente estaría afectada por un menor margen bruto, a pesar de una disminución importante del gasto operativo.

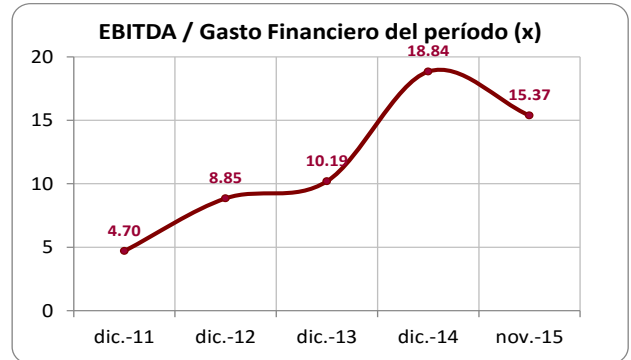
El gasto operacional a nov-2015 representa 5.33% de los ingresos operativos (a dic-2014 fue 15.5, en 2013 fue 10.34%). El gasto operacional de 2014 incorporó una provisión de USD 2.37MM para pasivos contingentes por tributos por IVA que podría asumir por el proceso legal que enfrenta. En el 2015 la empresa logró mejorar su eficiencia además por el manejo de la nueva administración a cargo de CELEC EP, que cuenta con estándares o controles que rigen el sistema nacional y han mejorado la eficiencia del sistema total en los últimos años. A nov-2015 no se observan nuevas provisiones importantes por contingentes legales, aunque no se descarta que se consideren en los estados financieros de fin de año.

Consideramos que para el año 2016 y los siguientes años el EBITDA podría disminuir debido a la menor de demanda de energía térmica derivada del crecimiento esperado del aporte de energía hidroeléctrica al sistema nacional interconectado, originario por la entrada en operación de las nuevas centrales, no obstante, el precio de la energía generada (costos fijos y variables) soporta la operación de las generadoras, por lo que al menos permitiría cubrir sus niveles de equilibrio operacionales.

El EBITDA históricamente ha cubierto con amplitud el gasto financiero, mostrando flexibilidad financiera con una cobertura promedio de 14.5

veces, en los últimos dos años completos analizados. A noviembre 2015, el EBITDA cubre en 15.4 veces el gasto financiero. No tenemos una estimación de la deuda financiera para los siguientes años, no obstante, dados los bajos niveles de inversiones planificadas para este año no se esperaría un crecimiento de deuda, por lo que los niveles de cobertura podrían mantenerse en los niveles históricos observados en los últimos años.

Gráfico 7



Fuente: Intervisatrade
Elaboración: BWR

La empresa ha mantenido históricamente una operación rentable, tanto si la comparamos sobre el total de activos como sobre el patrimonio, con excepción del año 2014, ya que en ese año debió realizar la provisión de pasivos contingentes por USD 2.3MM y USD 2.6MM, por el valor de la deuda y los intereses derivados del mismo proceso legal que está enfrentando.

A nov-2015 no se han hecho nuevas provisiones de este tipo, por lo que la rentabilidad final del período es muy superior a la del año anterior. El ROA se ubica en 5.32%, y, ROE en 13.69%.

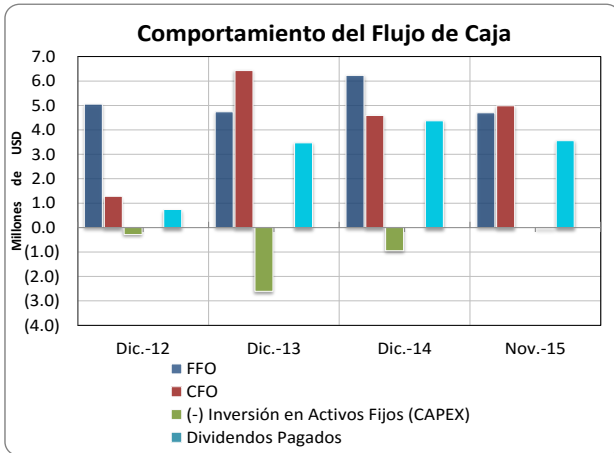
Estructura del Balance

	dic-12	dic-13	dic-14	nov-15
Total Activo Corriente	24,7%	32,0%	25,5%	35,5%
Fondos Disponibles	8,5%	1,9%	1,0%	6,4%
Inversiones temporales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CxC Comerciales	4,6%	19,9%	15,0%	18,4%
Inventarios Neto	9,7%	6,7%	6,1%	5,6%
Otras cuentas por cobrar	0,5%	1,7%	3,1%	0,0%
Anticipo a proveedores	0,1%	0,0%	0,0%	0,9%
Gastos anticipados	0,4%	0,4%	0,3%	0,9%
Otros Activos corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total Activo No Corriente	75,3%	68,0%	74,5%	64,5%
Propiedades	72,3%	65,4%	71,7%	61,9%
Inversiones Emp. Relac.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Intangibles	2,9%	2,5%	2,8%	2,6%
CxCobrar LP Comerciales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CxCobrar LP Relacionadas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Activos Diferidos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%
Total Pasivo Corriente	16,6%	26,1%	25,3%	27,9%
Deuda Financiera CP	12,4%	5,8%	4,7%	1,6%
Deuda Comercial	0,5%	17,9%	8,5%	13,0%
Otros Pasivos CP	3,7%	2,4%	1,7%	8,7%
Total Pasivo LP	30,9%	32,9%	36,8%	32,4%
PATRIMONIO	52,5%	41,0%	37,9%	39,7%

Fuente: Intervisatrade
Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 8



Fuente: Intervisatrade
Elaboración: BWR

Intervisatrade ha sido históricamente generadora de flujos de operación sólidos, capaces de cubrir con amplitud los costos y gastos que demanda su operación, por lo que su FFO ha sido positivo y suficiente para sufragar los requerimientos de capital de trabajo.

La variación de capital de trabajo demandó flujo en el año 2012, particularmente por incremento de inventarios de repuestos. En 2013 el importante crecimiento de cuentas por cobrar comerciales fue compensado con una ampliación de magnitud similar en los días de pago a proveedores. En cambio, en 2014 la regularización de proveedores fue la principal demandante de capital de trabajo.

Su ciclo de negocios se compensa debido al modelo de gestión del mercado, ya que buena parte del incremento de cuentas por cobrar comerciales tiene su correspondencia en el financiamiento de proveedores, que pertenece principalmente a la compra de combustible a la Empresa Pública de Hidrocarburos del Ecuador EP, Petroecuador. La recaudación de sus ventas, de acuerdo con el modelo de pagos vigente, está atada a una tabla de prelación en la que el pago de combustibles, si bien tiene una mayor prelación, depende del pago proveniente de las distribuidoras. La facturación generalmente tiene un plazo de recaudación de alrededor de 60 días.

La empresa realizó inversiones importantes en CAPEX únicamente en el año 2013; en el año 2014 y 2015 se han realizado inversiones de mantenimiento menores.

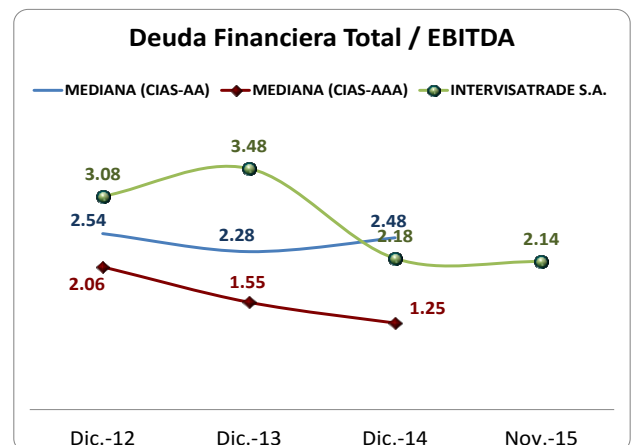
En el año 2011 la emisión sirvió para reestructurar pasivos, principalmente pagos de cuentas por pagar a relacionadas.

En el año 2014 el flujo de caja operativo (CFO) fue suficiente para cubrir las necesidades de CAPEX, y luego de lo cual se alcanzó un el flujo de caja (FCF) positivo.

A Nov-2015, si bien no se han realizado inversiones en CAPEX, el CFO fue suficiente para acumular un fondo de inversiones temporales que servirán para cubrir los potenciales pagos provenientes del proceso legal que enfrenta, a nov-2015 alcanza a USD 1.6MM luego de lo cual se alcanza un FCF de alrededor de USD 3.56MM, que le permitió pagar sus compromisos de deuda financiera y elevar de forma importante su posición de liquidez inmediata.

La empresa no nos ha entregado las proyecciones de estados financieros para este año, no obstante, las inversiones en CAPEX previstas no son importantes y si bien la generación esperada de ingresos es mucho menor que la del año 2015, la acumulación de liquidez del año 2015 le permite un rango de maniobra importante para el cumplimiento de sus obligaciones de corto plazo, como se verá más adelante.

Gráfico 9



Fuente: INTERVISATRADE S.A.
Elaboración: BWR

*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en las escalas de AA y AAA por BWR

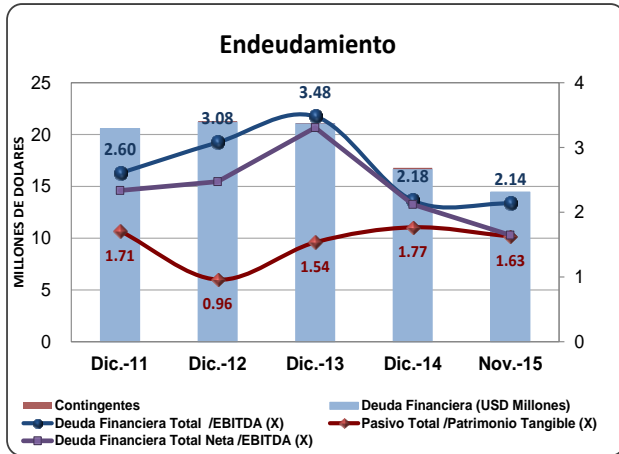
En los años analizados Intervisatrade ha mantenido un endeudamiento moderado en relación con su capacidad de generación y su patrimonio, con su pico en 2013 y luego con tendencia a disminuir, debido a la disminución paulatina de la deuda, particularmente en los dos últimos años.

A nov-2015 la deuda financiera total representa 2.14 veces el EBITDA del período, y tomando en consideración la liquidez inmediata acumulada este indicador disminuye a 1.65 veces, lo cual le otorga a la empresa flexibilidad financiera en corto plazo, en los términos normales de la marcha de la empresa.

No obstante, la situación legal de empresa no permite avizorar la posición futura de la empresa, por la incertidumbre del resultado judicial y sus

posibles efectos en la posición financiera y en la capacidad de mantener la generación de ingresos como empresa en marcha.

Gráfico 10



Fuente: Intervisatrade S.A.
Elaboración: BWR

A nov-2015 la deuda financiera total alcanza a USD 14.53M, el 94.2% se concentra en el largo plazo, la deuda de corto plazo corresponde únicamente a la deuda con el mercado de valores por USD 836.6M que vence hasta junio 2016.

Deuda Financiera: Estructura USD M			
al 30 de noviembre de 2015	Corto Plazo	Largo Plazo	Total
Obligaciones bancarias	0	0	0
Emisión de Oblig. Merc. Valores	837	0	837
Deuda Financiera con terceros		13.616	13.616
Total	837	13.616	14.453

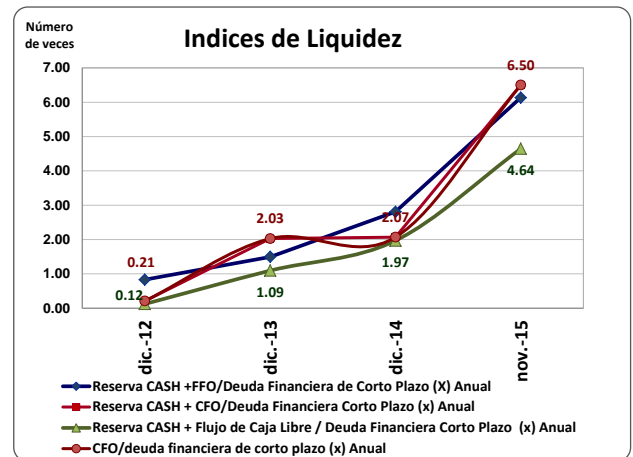
Fuente: Intervisatrade S.A.
Elaboración: BWR

La deuda financiera de largo plazo corresponde a deuda mantenida hasta dic-2012 con la empresa relacionada Dynami SP IV Limited (matriz de Intervisatrade localizada en las islas Caimán) por USD 8.83MM. En jul-2013 se transfirió además desde la cuenta de reserva especial a cuentas por pagar a relacionadas un total de USD 5.78MM. En jul-2013 se firmó un acuerdo de cesión de deuda a favor de Green Light Partners (Nueva Zelanda), a través del cual se transfirieron los derechos relacionados con los pasivos mantenidos por la Compañía hasta esa fecha con Dynami SPV IV Limited, con lo cual la deuda alcanzó un total de USD 14.62MM. En nov-2015 constituye USD 13.3MM. Con vencimientos de USD 205M anuales hasta 2017 y de USD 1.166M anuales desde el 2018 al 2029.

El índice de deuda financiera frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable, y se ha reducido en este año gracias a los resultados del período y la reducción de la deuda de corto plazo.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 11



Fuente: Intervisatrade
Elaboración: BWR

Los indicadores históricos de liquidez de Intervisatrade responden a su capacidad de generar flujos de operación positivos y, particularmente, a la estructura de la deuda, mayormente concentrada en el largo plazo.

La deuda de corto plazo mantiene una cobertura amplia, que se elevó en el último período, por el pago de su emisión en el mercado de valores. En la administración del interventor no se ha contratado nueva deuda financiera y se ha cumplido con las obligaciones existentes, con la generación de la empresa. Cabe indicar que en abril-2015 tuvo un retraso temporal de 8 días en el pago de la presente emisión de obligaciones, por fallas operativas puntuales que no se estiman recurrentes, pero esto se encuentra regularizado.

A nov-2015 la deuda de corto plazo alcanza USD 837M y paralelamente se acumuló un FCF de alrededor de USD 3.6MM, lo que elevó su cobertura a 6.38 veces. No obstante, la fortaleza de este indicador se ve afectada por la incertidumbre sobre los efectos que, inclusive en el corto plazo, podrían afectar a la empresa como resultado de la resolución del juicio que está siendo ventilado en los tribunales de justicia del país, por defraudación aduanera, cuyo plazo y resultados de la resolución no son posibles de estimar.

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	2014	nov-15
Activo Líquido (USD M)	477,90	3.298,40
Activo Ajustado (USD M)	46.228,25	50.137,59
Activo Total (USD M)	47.551,08	51.481,20

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	3.364	3.364	0,98	14,90
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	3.859	7.223	0,46	6,94
3era	Deuda sin garantía específica de balance	38.263	45.486	0,07	1,10
TOTAL		45.486	45.486	0,07	1,10

Fuente: Intervisatrade S.A.
Elaboración: BWR

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. No obstante, cabe indicar que la emisión tiene garantía general por lo cual está dentro del tercer nivel de prelación expuesto en el cuadro anterior, luego del pago de pasivos tributarios, laborales y deuda con garantía específica de balance. El valor en libros de los activos ajustados cubre en 1.71 veces el pasivo de la empresa.

El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.10 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.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son principalmente (61%) los activos fijos, que comprenden las barcasas y equipos, que están en operación y son generadores de los ingresos de la empresa. Además, están activos por cuentas por cobrar comerciales (18.4%) con las Empresas Eléctricas Distribuidoras y con Corporación Nacional de Electricidad S.A. -CENEL- por la venta de energía, tienen una buena calidad.

Consideramos que los activos de la empresa, netos de provisiones ya constituidas, son de buena calidad, y no hemos identificado riesgos significativos previsible al momento, adicionales a los ya reconocidos.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 35% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 61.9% 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.

La emisión cuenta con Garantía General en los términos de la Ley del Mercado de Valores, su

Reglamento General, las normas expedidas por el Concejo Nacional de Valores y demás normas aplicables.

Resguardos:

De acuerdo a la Circular de Oferta Pública, el Emisor se obliga a determinar como medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social de la compañía, tendiente a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas las siguientes:

- I. Indicadores financieros:
 - Activos circulantes/ Pasivos circulantes: Mayor a 0.60
 - Deuda Financiera/ EBITDA: Menor a 4.00
- I. Se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- II. Se obliga a mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

El emisor no nos enviado aún el certificado donde indique el cumplimiento de los resguardos de la emisión. No obstante, el saldo pendiente de pago de la emisión (USD 836.6M) y según las cifras analizadas se puede inferir que se cumplen los resguardos de la emisión.

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

Intervisatrade S.A. tiene únicamente esta emisión de obligaciones. Del total de títulos calificados (USD 20MM) se colocaron USD 11.556M.

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

Anexo 1

Análisis del Sector Eléctrico

Desde el año 2008 se emprendió una reestructuración total del sector al amparo de la nueva constitución y del Mandato 15.

El modelo anterior planteó la división de las diferentes actividades del sector en empresas con régimen privado, pero con capital del sector público, con la finalidad hipotética de impulsar un proceso de privatización de los diferentes participantes del sector. Pretendía buscar nuevos capitales privados que estimularan las nuevas inversiones en el sector y alcanzaran el incremento de la generación, mejorando las condiciones deficitarias en la atención de la demanda creciente de energía e impulsando procesos de eficiencia y mejora tecnológica.

Sin embargo, la inestabilidad de los gobiernos y la crisis económica en que entró el país por la crisis financiera no permitieron cumplir los objetivos del proceso emprendido y empeoraron las condiciones del sector, generándose niveles muy altos de ineficiencia, corrupción, y un mayor déficit de generación. Las medidas adoptadas para dar la cobertura a la demanda fueron la contratación de generación térmica y posteriormente la importación de energía, especialmente desde Colombia.

La ineficiencia del sector, en la fase de distribución, llevó entre otras cosas a que se genere niveles de pérdidas de energía de aproximadamente el 32% en promedio nacional, y que en el caso de algunas empresas llegaron hasta el 40%. Para reducirlas, se han realizado importantes inversiones y una gestión de controles técnicos que han elevado los niveles de facturación y recaudación.

Con la nueva constitución y el nuevo modelo previsto en el Mandato 15, se establecen lineamientos para una serie de cambios estructurales en el manejo del Sector Eléctrico que ha culminado con la aprobación de la Ley Orgánica del Servicio Público de Energía Eléctrica, en enero del 2015.

Desde el año 2008 se emprendió un proceso de planificación definida de 10 años y la ejecución de un programa fuerte de inversiones en las diferentes etapas: generación, transmisión y distribución, que ha significado mejoras importantes en cuanto a capacidad y eficiencia.

Al momento existen varios proyectos, especialmente en la etapa de generación, que están en las fases avanzadas de construcción.

Pero existe una importante dependencia en las disponibilidades fiscales, cuyas restricciones

podrían limitar la ejecución total de la planificación, si no se logra completar el financiamiento de los diferentes proyectos. Hasta el momento avanzan varios proyectos, estando algunos en fases de estudio de pre inversión, y otros en proceso de construcción. Parte de los recursos provienen de instituciones financieras y empresas domiciliadas en China.

Estructura del Sector Eléctrico



La estructura del sector tiene al Ministerio de Electricidad, como la institución que dirige y controla la política del sector eléctrico y se encarga también de la gestión de proyectos.

El manejo administrador técnico y comercial del mercado mayorista lo realiza el CENACE (Centro Nacional de Control de Energía).

En enero del 2015 se expidió la ley orgánica del servicio público de energía eléctrica -LOSPEE- donde se crea la agencia de regulación y control de electricidad, ARCONEL, adscrita al Ministerio de electricidad y energía renovable, encargada de regular y controlar las actividades relacionadas con el servicio público de energía eléctrica y el servicio del alumbrado público, por tanto tiene la facultad de implementar, operar y mantener el sistema de información estadística del sector eléctrico, para lo cual creo la unidad de información estadística y geográfica que recopila, valida y presenta la información de todos los agentes.

La actividad de generación la desarrollan 26 empresas de generación, y 19 de autogeneración. Entre ellas está CELEC que tiene 16 unidades de negocio de generación.

La etapa de transmisión la realiza CELEC con una unidad de negocios TRANSELECTRIC.

La distribución y comercialización la realizan 11 empresas, entre ellas está CNEL constituida por 10 unidades de negocios de distribución y comercialización.



CELEC: el 13 de enero de 2009 se fusionaron las empresas de generación: ELECTROGUAYAS S.A., HIDROAGOYAN S.A., HIDROPAUTE S.A., TERMOESMERALDAS S.A., TERMOPICHINCHA S.A. y una de transmisión, TRANSELECTRIC S.A, constituyéndose la CORPORACIÓN ELECTRICA DEL ECUADOR CELEC S.A. Las empresas absorbidas se convierten en Unidades de Negocio de la Corporación.

El 14 de Enero de 2010 mediante Decreto Ejecutivo N° 220 CELEC se transforma en Empresa Pública Estratégica bajo el nombre de Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP de la cual es parte Electroguayas como una de sus Unidades de Negocio.

Evolución del Mercado Eléctrico

Según las últimas cifras publicadas por ARCONEL (antes CONELEC), las diferentes distribuidoras mantienen una tendencia crecimiento de los niveles de cobertura de las diferentes regiones del país que pasó de 92.3% en 2005 a del 97% del total de viviendas del país, hasta fin del año 2014.

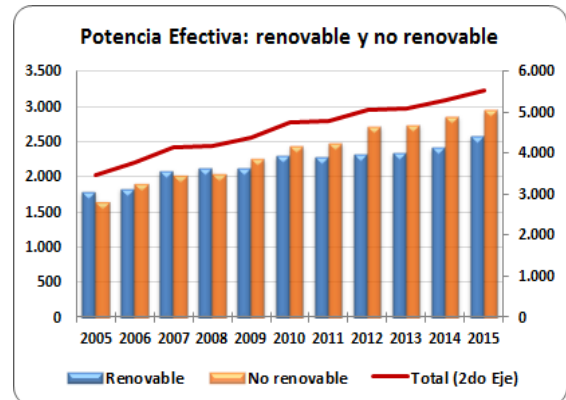
El crecimiento de la cobertura ha sido posible por un fuerte crecimiento de la generación interna, ya que la demanda anual total ha mantenido un crecimiento promedio de 6% anual en los últimos diez años. A nov-2015, según las cifras oficiales, es de 17.654 GWh en los primeros once meses del año, que significa un crecimiento de 5.29% con relación al mismo período del año anterior, y en diciembre se mantiene una demanda estacional mayor. La compra de energía a través de las interconexiones ha reducido su participación desde 2005 cuando representó el 11.4% a 3.3% en el año 2014 a Nov-2015 constituyó el 2.1%.

Los principales segmentos de consumidores son: el sector residencial con una participación promedio ponderada de 35.7% en los últimos cinco años, el sector Industrial el 30.2%, el comercial con el 19.9%, 5.7% corresponde a alumbrado público y un 9% está compuesto por otros. Los más dinámicos en los últimos cinco años son el sector comercial (7.8% crecimiento promedio anual) y el sector residencial (6.6%).

Potencia efectiva: Para atender esta demanda creciente el sistema eléctrico del Ecuador tiene una capacidad efectiva total de generación de 5.542MW con datos a Oct-2015, que ha tenido una tendencia creciente en los últimos 10 años. El crecimiento de la potencia efectiva es de 59.2% en relación con el año 2005.

En el último año entre dic-2015 y oct-2015 la capacidad efectiva creció en 4.6%, particularmente por la incorporación de la

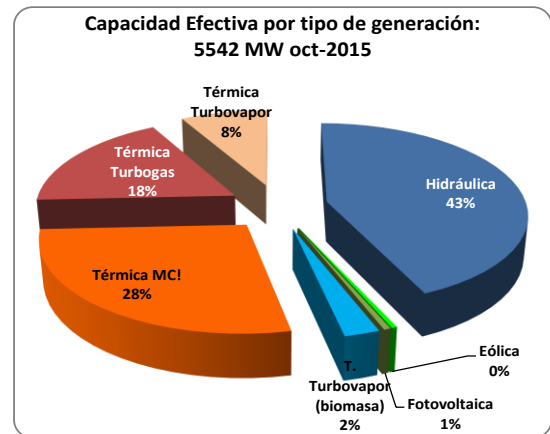
central hidroeléctrica Manduriacu (65MW) y de otras fuentes que en su mayoría son energías renovables.



Fuente: ARCONEL

A oct-2015 la principal fuente de energía es la hidráulica que representa el 46.6% de la capacidad instalada total.

La capacidad efectiva de generación se distribuye de la siguiente forma:



Fuente: CONELEC

La producción de energía alcanzó a 26.32 mil GWh anuales a nov-2015 que guarda relación directa con la capacidad instalada. La producción de energía renovable constituyó el 51.3%, la energía térmica no renovable el 46.3%, y el 2.4% correspondió la importación de energía de Perú y Colombia.

La producción total de energía creció en 5.3% promedio anual en los últimos cinco años, que se explica por la mejora de capacidad en centrales térmicas, particularmente MCI, y la recuperación de varias centrales hidráulicas y durante este año la incorporación de una de las nuevas centrales hidroeléctrica.

Según el Plan Maestro de Electrificación para los próximos años se ha planificado la expansión de la generación tanto hidroeléctrica como térmica



y no convencional, a través de la incorporación de varios proyectos, en las diferentes unidades de negocio como Hidropaute, Termopichincha, Termoesmeraldas, Enerjubones, etc., con lo que se planifica a mediano plazo duplicar la producción de energía eléctrica del país.

El total de inversiones planificadas para el período 2014-2023 es de USD 9.006MM, que incrementarán 7.181 MW de potencia, y generarán 38.390 GWh para cubrir la demanda de energía que a ese mismo año sería de 49.036 GWh.

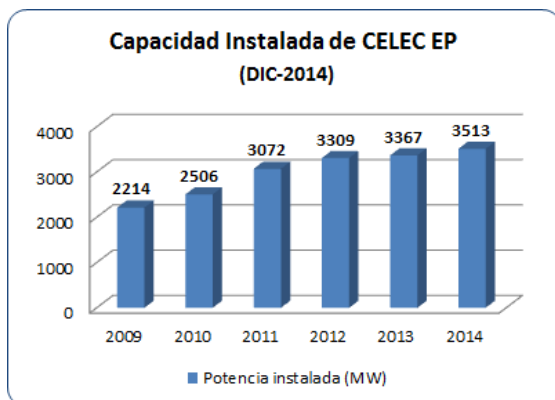
La expansión de la generación permitirá pasar de una generación hidroeléctrica que constituya el 53.7% de la energía producida al 95.1%.

En las fases de distribución y transmisión se ha planificado inversiones para ampliar, mejorar y lograr niveles de eficiencia operacional, que logren estar en concordancia con el crecimiento de la producción energética.

Según la información de CELEC EP, publicada en el Informe de Rendición de cuentas del 2014, la inversión planificada en los proyectos en ejecución es de alrededor de USD 3.000MM la capacidad instalada de estos proyectos será de alrededor de 3.318 MW. Estos proyectos entrarían en operación en los años 2015 y 2016 según la planificación inicial.

CELEC EP es la empresa pública líder del mercado, que en el año 2014, participó con el 80% de la capacidad instalada del país, constituyéndose en el eje vertical de la generación y transmisión de electricidad del país. A futuro se espera consolidar también la fase de distribución, cuando se concrete la fusión con CNEL S.A. y otras empresas de distribución.

A dic-2014, última información disponible, la capacidad instalada de CELEC EP es de 3.513 MW con una tendencia creciente por las inversiones realizadas.



Fuente: CELEC EP Elaboración: BWR

La energía generada durante el año 2014 alcanzó

a 16.706 GWh y representa el 81% del total de energía generada en el país. Está compuesta por el 57.3% de energía hidráulica, el 42.3% energía térmica y un 0.4% de energía eólica.

Durante el año 2014 se incrementó la producción de energía de Celec EP en 5.7% debido principalmente a la incorporación de dos centrales térmicas Esmeraldas II y Guangopolo, y la generación de la central hidroeléctrica Baba que se fusionó a Celec desde julio 2014.

En el año 2015 se incorporó la Hidroeléctrica Manduriacu, que incrementó la capacidad instalada en alrededor de 65 MW pero las cifras oficiales de CELEC EP no han sido aún actualizadas.

La comercialización en el mercado eléctrico mayorista ecuatoriano, luego del Mandato 15, se realiza en un 100% por medio de contratos regulados con las empresas distribuidoras en forma proporcional a su demanda mensual.

Los precios de la energía facturada a las distribuidoras son establecidos con base en una estimación de los costos de operación y mantenimiento de cada empresa. La facturación tiene un componente fijo determinado por el estudio de costos y uno variable por cada KWh producido. Debido al costo de los combustibles utilizados en la generación de energía térmica, los precios de la energía hidroeléctrica son sustancialmente menores.

CELEC EP es la empresa líder del mercado de la generación, tanto por su capacidad instalada como por la producción y facturación.

A dic-2014 se llegó a una facturación total por generación de energía de USD 662MM que mantiene una tendencia positiva con un crecimiento de 9.7% anual debido tanto al incremento de la producción de energía como también al incremento de ingresos por reconocimiento de costos fijos.

Los ingresos recaudados por los diferentes servicios, tanto en efectivo en las cuentas de CELEC como a través de las distintas prelações y compensaciones, alcanzaron USD 714.88MM, dentro de los cuales está la recaudación de lo facturado durante el 2014 y también la recuperación de cartera de períodos anteriores desde 2008 a 2012, la facturación normal de los meses de noviembre y diciembre del 2013 que usualmente se recuperan en el siguiente año.

Como parte de un plan de mejoramiento de la gestión de recaudaciones del sistema en general se implementaron algunas medidas como son el cruce de cuentas entre las deudas de los diferentes participantes del sistema: extinción de deudas por compensación entre las empresas



distribuidoras, empresas generadoras, EP Petroecuador y el Ministerio de Finanzas.

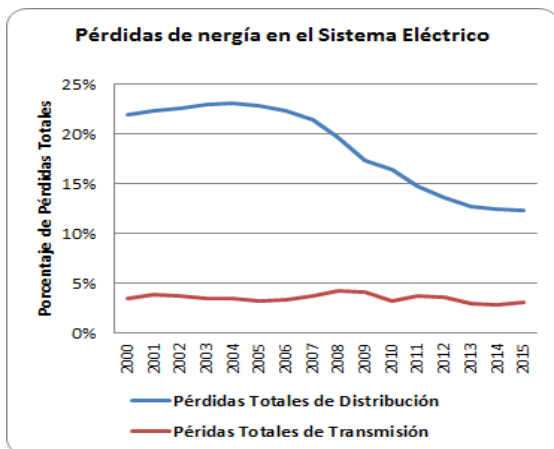
Este mecanismo permitió mejorar los indicadores de eficiencia en la recaudación. A Nov-2015 el nivel de recaudación promedio mensual es de alrededor del 94.75% en el período de 12 meses (94.73% en 2014) y el nivel de recaudación promedio del mes de facturación es de 93.93%.

Los grandes agentes deudores pagan mayoritariamente los valores facturados dentro de los 60 días posteriores a la emisión de la facturación.

Para el año 2015 se esperaba generar alrededor de 19052 GWh llegando a una facturación de USD 986.6MM que significa un incremento de 35% en relación con el 2014. La recaudación llegaría a alrededor de USD 896MM con un crecimiento de 25.3% anual, advirtiéndose una tendencia positiva tanto en la generación de energía como en la recaudación de la facturación que fortalece la posición de mercado de CELEC EP. Al respecto aún no se han hecho públicas las cifras definitivas pero las cifras globales del sector indican un nivel de recaudación del alrededor del 95% a nov-2015.

Si bien se mantienen deficiencias en los niveles de recaudación, que podrían afectar el financiamiento de todo el sistema eléctrico, los niveles de recaudación han mejorado en todo el sistema.

En general a nivel del Sistema, los programas de inversión emprendidos en los últimos años y mejoras en la gestión interna de las empresas distribuidoras han logrado reducir uno de los principales riesgos del sector, los niveles de pérdidas en la etapa de distribución.



Fuente: ARCONEL Elaboración: BWR

Adicionalmente, de acuerdo con la legislación actual, las inversiones del sector no se sustentan en la generación propia sino en el financiamiento del presupuesto del Estado y adicionalmente se

mantiene un alto porcentaje de subsidios.

Las principales ineficiencias de las distribuidoras se encuentran en la función de registro de facturación de la energía, las pérdidas en distribución a nov-2015 alcanzaron al 12.27% de la energía disponible, porcentaje que se ha reducido paulatinamente en los últimos años (23% en el 2004), según la cifras oficiales.

Si bien se ha logrado mejorar los niveles de eficiencia en los últimos años, se mantienen aún ineficiencias graves que requieren del mantenimiento del programa de inversiones previsto cuyo financiamiento debe venir del presupuesto del Estado ya que la mayor parte de las empresas no tienen recursos propios suficientes para realizarlas. Adicionalmente, la tarifa promedio vigente contiene un componente importante de subsidio para sectores sociales de bajos ingresos, lo que genera también menores ingresos que desequilibran los presupuestos de las empresas del sector y no ha podido ser cubierto todavía oportunamente por el Estado como fue proyectado.

Las perspectivas del sector en general son positivas si se superan estas ineficiencias, de lo contrario podría mantenerse el deterioro financiero de buena parte de las empresas del sector, la mayor dependencia del presupuesto fiscal y un alto riesgo financiero para el sistema en general.

En los últimos tres años se ha establecido un plan integral de estabilización y mejoras del sector eléctrico, con medidas de corto y largo plazo, que buscan en primer lugar la estabilización financiera del sector con la entrega de recursos que garanticen el abastecimiento y la continuidad del servicio eléctrico, partiendo del reconocimiento de los costos totales, incluyendo subsidios y en general el déficit de operación en la distribución, las pérdidas totales y niveles de recaudación reales.

En segundo lugar el Gobierno espera mantener un proceso de mejora continua de la gestión operativa, administrativa y comercial de las empresas públicas del sector en cada uno de sus segmentos de negocio, y en especial de las distribuidoras, realizando una evaluación continua de índices de mejora en varias áreas (reducción de costos, gestión en mantenimiento, servicio, etc.). Con esto se busca alcanzar niveles de eficiencia aceptados internacionalmente. Este plan se encuentra ya en operación los últimos tres años y está siendo apoyado por inversiones desde el Estado.

El plan establecido se ha desarrollado gradualmente, con el desarrollo de varios proyectos tanto en el área de generación como



en la de transmisión, y distribución. La evaluación del mejoramiento del sector indica avances en algunas áreas como disminución de pérdidas y mejoras de los niveles de recaudación.

En el caso de la recuperación de las generadoras la situación es diferente, ya que los precios de venta de energía al público son definidos políticamente, y generan un déficit tarifario en la distribución, que si bien ha disminuido se mantiene aún en niveles importantes.

INTERVISATRADE S.A.				
(Miles de USD)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Nov-15
Resumen de Resultados				
Ventas	18,053	27,843	29,726	29,720
% crecimiento	-45.5%	54.2%	6.8%	9.1%
MARGEN BRUTO (%)	39.8%	23.6%	24.6%	18.5%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,921	6,064	7,695	6,202
MARGEN EBITDA (%)	38.3%	21.8%	25.9%	20.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,921	6,064	7,695	6,202
MARGEN EBITDAR (%)	38.3%	21.8%	25.9%	20.9%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,614	3,701	2,710	3,918
MARGEN EBIT (%)	25.6%	13.3%	9.1%	13.2%
Gasto Financiero del período	-782	-595	-409	-403
Impuestos a la renta	-1,085	-724	-1,054	-1,095
UTILIDAD NETA	5,873	2,384	(4,357)	2,414
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	4,195	1,057	478	3,298
Capital de Trabajo	6,766	4,748	6,004	5,724
Cuentas por Cobrar Comerciales	2,279	10,841	7,118	9,495
Inventarios	4,744	3,671	2,908	2,904
Cuentas por Pagar Proveedores	256	9,763	4,023	6,675
Deuda Financiera Total	21,213	21,056	16,655	14,453
Otros Pasivos	1,776	1,344	8,710	9,913
Patrimonio	25,784	22,384	18,027	20,441
Patrimonio Tangible	24,304	20,978	16,704	19,097
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	6,921	6,064	7,695	6,202
(-) Gasto Financiero del período	-782	-595	-409	-403
(-) Impuesto a la renta del período	-1,085	-724	-1,054	-1,095
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5,054	4,745	6,233	4,704
(-) Variación Capital de Trabajo	-3,773	1,691	-1,640	282
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,281	6,436	4,593	4,986
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-9
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-2,644	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	2,621	270
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-284	-2,607	-950	0
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-252	-355	753	-1,685
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	745	3,473	4,373	3,562
Margen de Flujo de Caja Libre %	4.1%	12.5%	14.7%	12.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	650	-5,941	-4,401	-2,202
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	693	-670	-552	1,455
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	2,087	-3,137	-579	2,814
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,107	4,195	1,057	478
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	7.46	8.98	16.26	12.66
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	8.85	10.19	18.84	15.37
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	8.85	10.19	18.84	15.37
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.08	3.48	2.18	2.14
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.47	3.31	2.12	1.65
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	45%	49%	48%	41%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.83	1.50	2.81	6.13
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.21	2.03	2.07	6.50
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.12	1.09	1.97	4.64
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.12	1.09	1.97	4.64



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 como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2015.