

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 011/2019, del 31 de enero de 2019
Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2018

Analista: Econ. Alexandra Cadena
elizabeth.cadena@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, fue constituida en el año de 1963 en la ciudad de Quito. Su actividad principal es la importación, distribución y comercialización de repuestos, partes y piezas para la rama automotriz; importación distribución de vehículos livianos, pesados y de carga. Actualmente cuenta con 17 puntos de venta y postventa a nivel nacional. Inició sus operaciones con la representación de la marca NISSAN y años más tarde obtuvo también la representación de la marca RENAULT.

Revisión

Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2017.23718, emitida el 04 de diciembre de 2017

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 011/2019 del 31 de enero de 2019 decidió otorgar la calificación de **"AA+" (Doble A más)** a la Tercera Emisión de Obligaciones – AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, por un monto de quince millones de dólares (USD 15.000.000,00).

Categoría 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".

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La calificación otorgada a la Tercera Emisión de Obligaciones – AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- La Compañía cuenta con un Código de Gobierno Corporativo que establece las reglas para la administración interna de todas las empresas que conforman AYASA, y su relación con los diferentes Grupos de Interés; garantizando que la normativa legal y estatutaria sea cumplida, y reconociendo la participación, la sana convivencia, la ética organizacional, el manejo de los riesgos, las políticas de información, la debida ejecución de los controles internos y externos y la resolución de conflictos en las relaciones con sus grupos de interés, entre otros.
- Los ingresos ordinarios de la compañía, durante el periodo 2015-2018 presentaron una tendencia creciente desde USD 157,78 millones en 2015 hasta USD 217,26 millones en 2018, matizada por un decremento del

- 13,45% en 2016, que se presentó debido a restricciones impuestas por la política arancelaria del país, que afectó a todo el sector automotriz. El costo de ventas presentó una tendencia creciente desde el 74,80% de los ingresos ordinarios en 2015, hasta el 81,80% en 2018, lo que determinó a su vez, una tendencia decreciente de la utilidad bruta, desde un 25,20% en 2015 hasta el 18,20% en 2018.
- Los gastos de operación, por su lado, presentaron una tendencia decreciente desde el 17,07% de los ingresos ordinarios en 2015, hasta el 15,48% en 2018, matizada por un incremento en 2016 cuando representó el 19,37%, debido a la disminución en los ingresos. Siguiendo la tendencia del margen bruto, el margen operacional pasó del 8,13% de los ingresos en 2015 al 2,72% en 2018.
 - Luego de registrar Otros ingresos/egresos netos y descontar el impuesto a la renta, la utilidad neta registrada por la compañía presentó ascensos y descensos alternados, para concluir en 2018 con el 2,59% de los ingresos ordinarios, luego de haber registrado el 6,64% en 2017.
 - El EBITDA (acumulado) de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, presentó un comportamiento similar al de la utilidad operativa, con una tendencia decreciente desde el 10,46% de los ingresos en 2015 hasta el 4,08% en 2018. A pesar de este decrecimiento la compañía muestra que tiene la capacidad de generar flujos propios para su operación.
 - Los activos de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, presentaron una tendencia creciente desde USD 96,33 millones en 2015 hasta USD 128,04 millones en 2018, matizada por un decrecimiento en 2017 (10,95%). En 2016 los activos crecieron principalmente por la acumulación de inventario, debido a la disminución en ventas experimentada en ese año. Para 2017 la recuperación en ventas redujo el inventario, factor que determinó la disminución del valor de los activos en ese año. El incremento del activo en 2018 se originó en el incremento de los rubros Inventarios y Cuentas por cobrar, debido a la dinamización del negocio de la compañía.
 - Los pasivos de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, crecieron desde USD 36,02 millones en 2015 hasta USD 66,79 millones en 2018, con un crecimiento importante (40,09%) en 2016, pues la reducción en ventas exigió a la compañía un mayor financiamiento de terceros; adicionalmente, en este año se colocó la Segunda Emisión de Obligaciones a largo plazo. Al cierre de 2017 el pasivo decreció; sin embargo, respecto a 2015 siguió el crecimiento normal de la actividad, puesto que en 2016 las condiciones de la economía requirieron un endeudamiento superior a las normales exigencias del negocio. Para 2018, la dinamización del negocio implicó el crecimiento de los pasivos (54,79% respecto a 2017), este fue el año en que se colocaron los valores de la Tercera Emisión de Obligaciones a largo plazo.
 - El principal componente de los pasivos es la deuda financiera, que en su representación sobre los pasivos presentó ascensos y descensos alternados, en 2016 financió el 34,30% de los activos y en 2018 el 28,26%, que contempló un 17,95% de los activos como componente de corto plazo y el 10,31% como componente de largo plazo.
 - El patrimonio de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, se mantuvo relativamente estable en términos monetarios, pues pasó de USD 60,31 millones en 2015 a USD 61,25 millones en 2018. Hasta el año 2017 el patrimonio fue el principal financiador de los activos de la empresa, pues como ya se mencionó, en 2018 el pasivo pasó a ser el principal y el patrimonio participó con un 47,83%.
 - El capital social no presentó variaciones, pues desde 2015 registró un valor de USD 22,33 millones, que a diciembre de 2018 representó el 17,44% de los activos; sin embargo, la compañía registra Acciones en tesorería por un valor negativo de USD 10,41 millones desde 2017, lo que reduce la participación del capital social al 9,31% de los activos en 2018.
 - Conforme el estado de flujo de efectivo interno de la compañía, a diciembre de 2018 se generó un flujo de operación negativo de USD 5,29 millones; el flujo de inversión fue negativo por USD 5,82 millones e incluyó principalmente la adquisición de propiedad, planta y equipo por USD 2,19 millones y la inversión en acciones por USD 3,46 millones. Para cubrir los pagos de las actividades de financiamiento, siendo que los flujos de operación e inversión fueron negativos, la compañía acudió a fuentes externas por USD 13,74 millones, que incluyen los valores de la Tercera Emisión de Obligaciones a largo plazo. Con lo anterior, en el año 2017 la compañía generó un flujo de USD -0,94 millones, que sumados al saldo inicial de efectivo arrojó un flujo final positivo de USD 6,32 millones.
 - El indicador de razón circulante registró valores superiores a la unidad a lo largo del periodo analizado. Lo anterior indica que la compañía cuenta con los recursos de corto plazo necesarios para cubrir sus necesidades del mismo tipo e implica además la existencia de un capital de trabajo positivo.

- El indicador de apalancamiento que relaciona al pasivo total sobre patrimonio, revela que hasta 2017 el patrimonio se registró superior al pasivo, lo que ubicó al indicador por debajo de la unidad, lo cual indica que la compañía financió su actividad primordialmente con recursos propios. Al cierre de 2018 el pasivo rebasó al patrimonio y el indicador se ubicó sobre la unidad, lo que indica que la compañía financió su actividad principalmente con pasivos; sin embargo, cabe resaltar que la participación del patrimonio fue importante.
- La estructura de la cartera de la compañía determina un 96,96% de cartera por vencer, indicativo de una cartera sana.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria de Accionistas de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, conformada por el 57,27% de sus accionistas, reunida en Quito el 29 de septiembre de 2017, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice la Tercera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 15,00 millones y delegó al Presidente Corporativo de la compañía la determinación de las características y condiciones adicionales de la emisión.
- Posteriormente, con fecha 10 de octubre de 2017, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA en calidad de Emisor, conjuntamente con la Corporación Juan Isaac Lovato Vargas Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Tercera Emisión de Obligaciones de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA.
- Con fecha 17 de agosto de 2018 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros emitió la resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.7334, mediante la cual concedió una prórroga de 9 meses a la autorización de la oferta pública primaria de los valores, por lo tanto el plazo de la autorización de oferta pública vencerá el 04 de junio de 2019.
- Con fecha 23 de mayo de 2018, PICAVAL Casa de Valores S.A., inició con la colocación de los valores de la Clase C, en ese mismo día fueron colocados en un 100%; los valores de la Clase D se colocaron en un 100% entre el 30 de mayo y el 26 de junio de 2018; los valores de la Clase A iniciaron su colocación el 21 de diciembre de 2018, hasta el 31 de diciembre de 2018 se colocaron en un 71,43%; los valores de la Clase B aún no han sido colocados. Al 31 de diciembre de 2018 la emisión llegó a colocarse en un 70,00% del monto aprobado (USD 15,00 millones).
- La Tercera Emisión de Obligaciones de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ La compañía ha determinado las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonable 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.
 - b. Los activos reales sobre los pasivos 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.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ 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, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - Al 31 de diciembre de 2018, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente.
- Al 31 de diciembre de 2018, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 81,92 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 65,54 millones, cifra que genera una cobertura de 4,68 veces sobre el saldo de capital, determinando de esta manera que la Tercera Emisión de Obligaciones de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron, según como fueron establecidas, una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Más adelante se analizan las proyecciones, en ellas y de acuerdo al periodo transcurrido que se incluye dentro del horizonte

de proyección, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados fueron superiores a dichas proyecciones para todos los rubros bajo estudio.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, lo cual podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, o la capacidad de pago de deudas anteriormente adquiridas, de modo que la recuperación de la cartera o la generación de una nueva podría verse limitada, afectando al crecimiento de la compañía.
- Los últimos datos oficiales de la economía ecuatoriana, evidencian un incremento en la morosidad de crédito en el último año, originado por varias causas, como el incremento del desempleo y una reducción en la dinámica económica. Esto podría afectar a las operaciones de la empresa y a la calidad de su cartera de crédito.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- La concentración de cartera en pocos clientes podría derivar en afectaciones al flujo, en el evento de que esos pocos clientes incumplan con sus obligaciones con la compañía.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la emisión son Cuentas por cobrar e Inventario de vehículos y repuestos, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir sus compromisos adquiridos con la compañía.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes puede disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo de lo cual, la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, en los cuales el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Para cubrirse contra este tipo de riesgo, la compañía cuenta con las pólizas de seguros multirisgo y otras específicas, cuya vigencia cubre hasta julio de 2019.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los materiales y productos mientras se encuentren almacenados en inventario, puede afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión. La compañía cuida este aspecto al mantener las condiciones ambientales y de seguridad que conserven la capacidad de realización de los inventarios.
- Finalmente los activos que respaldan la emisión tendrían un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación dependería de que la empresa se encuentre operando, que mantenga su sistema de selección

de clientes para otorgar crédito y su sistema de recuperación de cartera y cobranzas, de modo que la cartera se mantenga operativa, dispersa y no vencida; del mismo modo, dependería de que los inventarios se mantengan protegidos contra cualquier siniestro, y cuidados para que conserven su capacidad de realización.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de diciembre de 2018 la empresa registra, dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

De acuerdo a certificación remitida por el emisor las cuentas por cobrar que respaldan la emisión no incluyen cuentas por cobrar a vinculadas

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Tercera Emisión de Obligaciones – AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, del 29 de septiembre de 2017.
- Contrato Escritura Pública de la Tercera Emisión de Obligaciones de la Compañía AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, del 10 de octubre de 2017.
- Resolución de prórroga del plazo de vencimiento de la oferta pública, del 17 de agosto de 2018.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016 y 2017 de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, al 31 de diciembre de 2018 (sin notas a los estados financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.
- Informe del Representante de Obligacionistas.

Con base en la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.

- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNACIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, conformada por el 57,27% de sus accionistas, reunida en Quito el 29 de septiembre de 2017, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice la Tercera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 15,00 millones y delegó al Presidente Corporativo de la compañía la determinación de las características y condiciones adicionales de la emisión.

Posteriormente, con fecha 10 de octubre de 2017 ante la Notaría Segunda del cantón Quito, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA en calidad de Emisor, conjuntamente con la Corporación Juan Isaac Lovato Vargas Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Tercera Emisión de Obligaciones de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA.

A continuación se exponen las principales características de la emisión:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA				
Emisor	AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA			
Capital a Emitir	USD 15'000.000,00			
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Clase, Monto, Plazo, Tasa de Interés	Clase	Monto (USD)	Plazo (días)	Tasa de Interés
	A	3.500.000,00	1.080	Nominal fija del 7,75%
	B	3.500.000,00	1.080	Nominal fija del 7,75%
	C	4.000.000,00	1.440	Nominal fija del 8,25%
	D	4.000.000,00	1.440	Nominal fija del 8,25%
Valores	Desmaterializados. Su valor nominal mínimo será de USD 1.000,00.			

Pago del Capital	Cada 90 días.
Forma de cálculo del Intereses	Con base 30/360.
Pago de intereses	Cada 90 días
Fecha de Inicio	Fecha en que se realice la primera colocación para cada una de las clases.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Contrato de Underwriting y Redención Anticipada	No contempla.
Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Destino de los recursos a captar	100% para capital de trabajo, específicamente para el pago a proveedores de vehículos y repuestos automotrices del y/o mantener condiciones de venta a crédito.
Representante de Obligacionistas	Corporación Juan Isaac Lovato Vargas Cia. Ltda.
Sistema de colocación	A través del mercado bursátil.
Agente estructurador y colocador	PICAVALE CASA DE VALORES S.A.
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ol style="list-style-type: none"> 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 Los activos reales sobre los pasivos 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. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 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, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Fuente: Contrato de Emisión/ Elaboración: Class International Rating

A continuación se presentan las tablas de amortización de capital y pago de intereses de la Emisión de Obligaciones:

CUADROS 2, 3, 4 y 5: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE A					CLASE B				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo	Pago	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
21-dic-18				3.500.000					3.500.000
21-mar-19	291.550	67.813	359.363	3.208.450	1	291.550	67.813	359.363	3.208.450
21-jun-19	291.550	62.164	353.714	2.916.900	2	291.550	62.164	353.714	2.916.900
21-sep-19	291.550	56.515	348.065	2.625.350	3	291.550	56.515	348.065	2.625.350
21-dic-19	291.550	50.866	342.416	2.333.800	4	291.550	50.866	342.416	2.333.800
21-mar-20	291.550	45.217	336.767	2.042.250	5	291.550	45.217	336.767	2.042.250
21-jun-20	291.550	39.569	331.119	1.750.700	6	291.550	39.569	331.119	1.750.700
21-sep-20	291.550	33.920	325.470	1.459.150	7	291.550	33.920	325.470	1.459.150
21-dic-20	291.550	28.271	319.821	1.167.600	8	291.550	28.271	319.821	1.167.600
21-mar-21	291.550	22.622	314.172	876.050	9	291.550	22.622	314.172	876.050
21-jun-21	291.550	16.973	308.523	584.500	10	291.550	16.973	308.523	584.500
21-sep-21	291.550	11.325	302.875	292.950	11	291.550	11.325	302.875	292.950
21-dic-21	292.950	5.676	298.626	-	12	292.950	5.676	298.626	-
	3.500.000	440.930	3.940.930			3.500.000	440.930	3.940.930	

CLASE C					CLASE D				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo	Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
23-may-18				4.000.000	30-may-18				4.000.000
23-ago-18	250.000	82.500	332.500	3.750.000	30-ago-18	250.000	82.500	332.500	3.750.000
23-nov-18	250.000	77.344	327.344	3.500.000	30-nov-18	250.000	77.344	327.344	3.500.000
23-feb-19	250.000	72.188	322.188	3.250.000	28-feb-19	250.000	72.188	322.188	3.250.000
23-may-19	250.000	67.031	317.031	3.000.000	30-may-19	250.000	67.031	317.031	3.000.000

23-ago-19	250.000	61.875	311.875	2.750.000	30-ago-19	250.000	61.875	311.875	2.750.000
23-nov-19	250.000	56.719	306.719	2.500.000	30-nov-19	250.000	56.719	306.719	2.500.000
23-feb-20	250.000	51.563	301.563	2.250.000	29-feb-20	250.000	51.563	301.563	2.250.000
23-may-20	250.000	46.406	296.406	2.000.000	30-may-20	250.000	46.406	296.406	2.000.000
23-ago-20	250.000	41.250	291.250	1.750.000	30-ago-20	250.000	41.250	291.250	1.750.000
23-nov-20	250.000	36.094	286.094	1.500.000	30-nov-20	250.000	36.094	286.094	1.500.000
23-feb-21	250.000	30.938	280.938	1.250.000	28-feb-21	250.000	30.938	280.938	1.250.000
23-may-21	250.000	25.781	275.781	1.000.000	30-may-21	250.000	25.781	275.781	1.000.000
23-ago-21	250.000	20.625	270.625	750.000	30-ago-21	250.000	20.625	270.625	750.000
23-nov-21	250.000	15.469	265.469	500.000	30-nov-21	250.000	15.469	265.469	500.000
23-feb-22	250.000	10.313	260.313	250.000	28-feb-22	250.000	10.313	260.313	250.000
23-may-22	250.000	5.156	255.156	-	30-may-22	250.000	5.156	255.156	-

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de diciembre de 2018)

Con fecha 04 de diciembre de 2017, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 15,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2017.23718, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 13 de diciembre de 2018 y estipulaba el plazo de la oferta pública con vencimiento el 04 de diciembre de 2016.

Con fecha 17 de agosto de 2018 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros emitió la resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.7334, mediante la cual concedió una prórroga de 9 meses a la autorización de la oferta pública primaria de los valores, por lo tanto el plazo de la autorización de oferta pública vencerá el 04 de junio de 2019.

Colocación de los Valores

Con fecha 23 de mayo de 2018, PICAVAL Casa de Valores S.A., inició con la colocación de los valores de la Clase C, en ese mismo día fueron colocados en un 100%; los valores de la Clase D se colocaron en un 100% entre el 30 de mayo y el 26 de junio de 2018; los valores de la Clase A iniciaron su colocación el 21 de diciembre de 2018, hasta el 31 de diciembre de 2018 se colocaron en un 71,43%; los valores de la Clase B aún no han sido colocados. Al 31 de diciembre de 2018 la emisión llegó a colocarse en un 70,00% del monto aprobado (USD 15,00 millones).

Saldo de Capital

Al 31 de diciembre de 2018, la Clase B de la Tercera Emisión de Obligaciones no ha sido colocada; de la Clase A todavía no se cumple la fecha del primer vencimiento, de manera que el saldo de capital es igual al monto colocado, USD 2,50 millones; la Clase C pagó su segundo dividendo y presentó un saldo de capital de USD 3,50 millones; y, la Clase D pagó su segundo dividendo y presentó un saldo de capital de USD 3,50 millones. En total, el saldo de capital de la emisión a diciembre de 2018 fue de USD 9,50 millones.

Cabe señalar que la oferta pública todavía sigue vigente.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- 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 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.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - 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, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

El Emisor no estableció compromisos adicionales a los normativos.

- ❖ Al 31 de diciembre de 2018, la compañía cumplió con todo lo listado anteriormente. En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 6: LIMITACIONES Y RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	dic-18	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a 1	2,21 veces	Sí
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	1,81 veces	Sí

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez semestral. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de diciembre, el promedio se calculará en semestres diciembre-mayo y junio-noviembre, según corresponda.

CUADRO 7: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Rubro	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	PROMEDIO
Activos corrientes	91.091	90.360	80.251	82.387	88.225	87.006	
Pasivos corrientes	42.800	41.749	32.409	34.902	42.001	42.554	
Índice Liquidez	2,13	2,16	2,48	2,36	2,10	2,04	2,21

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Tercera Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 31 de diciembre de 2018, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA alcanzó un total de activos de USD 128,04 millones, de los cuales USD 100,47 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 8: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (Diciembre 2018, USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	6.317	6,29%
Exigibles	26.773	26,65%
Realizables	38.418	38,24%
Propiedad Planta y Equipo	3.732	3,71%
Otros activos	25.233	25,11%
TOTAL	100.472	100,00%

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de diciembre de 2018, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que

estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de diciembre de 2018, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 81,92 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 65,54 millones, cifra que genera una cobertura de 4,68 veces sobre el saldo de capital de la emisión, de esta manera se puede determinar que la Tercera Emisión de Obligaciones de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

CUADRO 9: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (Diciembre 2018)

Descripción	Miles USD
Total Activos	128.038
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	1.437
(-) Activos Gravados	27.565
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	2.500
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ³	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁴	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	14.616
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	81.920
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	65.536
Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	14.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	5,85
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	4,68

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 31 de diciembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la

¹ “La verificación realizada por la calificadoradora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadoradora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ En los que el emisor haya actuado como Originador

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros: cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

⁵ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

normativa, ofrece una cobertura de 1,35 veces⁶ sobre los pasivos totales, deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación en el Mercado de Valores representó al 31 de diciembre de 2018 el 13,47% del 200% del patrimonio y el 26,94% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 10: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO

Descripción	Miles USD
Patrimonio	61.247
200% del Patrimonio (USD)	122.494
Segunda Emisión de Obligaciones	2.500
Tercera Emisión de Obligaciones	14.000
Total Emisiones	16.500
Total Emisiones/200% del Patrimonio	13,47%
Total Emisiones/Patrimonio	26,94%

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras realizadas para el periodo 2017–2022, arrojan cifras contenidas en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 2017, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA reflejaría una utilidad neta igual a USD 7,00 millones, mientras que para 2022 alcanzaría USD 10,23 millones.

CUADRO 11: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas netas	171.524	213.299	244.555	272.067	300.742	329.410
Costo de ventas	134.868	176.379	201.402	225.252	250.397	274.537
Utilidad bruta	36.656	36.920	43.153	46.815	50.345	54.873
Gastos administrativos y ventas	27.149	30.661	34.371	37.395	39.911	42.053
Depreciaciones y amortizaciones	1.380	1.449	1.083	1.223	1.410	1.588
Utilidad operativa	8.127	4.809	7.699	8.197	9.024	11.232
Gastos financieros	3.523	4.665	4.677	4.293	3.838	4.417
Otros ingresos	4.811	6.925	5.271	6.332	7.117	8.314
Otros gastos	323	388	569	848	1.378	1.847
Utilidad antes de impuestos	9.092	6.681	7.723	9.388	10.925	13.281
Impuestos	2.091	1.537	1.776	2.159	2.513	3.055
Utilidad neta	7.001	5.145	5.947	7.229	8.412	10.226

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

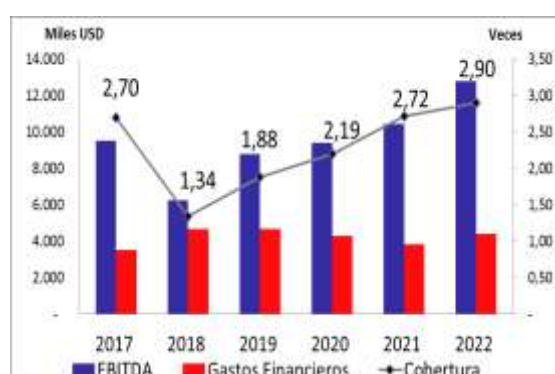
Conforme la estructuración financiera, los ingresos de la compañía se proyectaron con incrementos decrecientes desde el 25,60% en 2017 hasta el 9,53% en 2022. El costo de ventas, contempla participaciones crecientes respecto de los ingresos ordinarios, desde el 78,63% en 2017 hasta el 83,34% en 2020. Por otro lado, los gastos operacionales se proyectaron con participaciones decrecientes desde el 16,63% de los ingresos ordinarios en 2017 hasta el 13,25% en 2020. Lo anterior derivó en una utilidad operacional fluctuante, que pasó del 4,74% de los ingresos ordinarios en 2017 al 3,41% en 2020.

6 (Activos deducidos - Saldo emisión) / (Pasivo - Saldo emisiones vigentes)

Dentro del modelo se consideran gastos financieros, los cuales se proyectaron tomando como referente la programación de pasivos con costo de la compañía, así mismo se consideran otros egresos e impuesto a la renta, que después de ser deducidos del margen operativo, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA generaría una utilidad neta que significaría el 4,08% de los ingresos para el año 2017 y terminaría con el 3,10% para el año 2022.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros que pasaría de 2,70 veces en el año 2017 a 2,90 veces en el año 2022, demostrando que el emisor gozaría en estos periodos de una capacidad de pago suficiente y aceptable para los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan ampliamente a los gastos financieros.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado por otra parte, presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arroja flujos de operación positivos con excepción del año 2021; luego incluye los gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado, las mismas que totalizan USD 17,65 millones en adquisición de activos fijos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan actuales y nuevas obligaciones con instituciones del sistema financiero y emisiones en el Mercado de Valores, con su correspondiente pago, y reparto de dividendos a los accionistas.

La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 12: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Utilidad neta	7.001	5.145	5.947	7.229	8.412	10.226
Cargos no monetarios	1.380	1.449	1.514	1.637	1.817	1.994
Capital de trabajo	8.876	(1.007)	(1.231)	(4.563)	(11.037)	(4.455)
Flujo de efectivo de Operación	17.257	5.587	6.230	4.303	(808)	7.765
Activo fijo	(1.863)	(2.470)	(2.767)	(3.107)	(3.497)	(3.947)
Otros Activos	(4.477)	(344)	(363)	(382)	(403)	(403)
Inversiones temporales	380	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo de Inversión	(5.961)	(2.814)	(3.130)	(3.489)	(3.900)	(4.350)
Obligaciones bancarias	30.761	-	9.500	13.000	12.100	3.000
Pago deuda bancaria	(32.656)	(8.543)	(4.571)	(7.755)	(2.953)	(6.147)
Pago Emisiones 2012, 2015	(6.861)	(5.025)	(2.502)	-	-	-
Colocación Emisión 2017	-	15.000	-	-	-	-
Pago Emisión 2017	-	(2.083)	(4.333)	(4.333)	(3.750)	(500)
Reparto de dividendos	(1.743)	(1.840)	(1.951)	(2.101)	-	-

Flujo de efectivo de Financiamiento	(10.499)	(2.491)	(3.858)	(1.189)	5.397	(3.647)
FLUJO DE EFECTIVO NETO	797	281	(758)	(375)	689	(231)
Saldo Inicial	12.449	13.246	13.527	12.769	12.394	13.083
SALDOS AL FIN DEL AÑO	13.246	13.527	12.769	12.394	13.083	12.852

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁷ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Al finalizar el año 2018, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA registró ingresos por la suma de USD 217,26 millones, cifra que alcanzó un cumplimiento de 101,86%, superando lo proyectado inicialmente. El costo de ventas también tuvo un costo superior al proyectado, pero inferior al de los ingresos; en consecuencia, la utilidad bruta tuvo un cumplimiento mayor que el de los ingresos, registrando el 107,10%.

El caso del costo de ventas se replica en los gastos operacionales, de modo que la utilidad operativa alcanzó un cumplimiento aún mayor, 123,08% de lo proyectado.

Los gastos financieros fueron menores a los proyectados y el neto de otros ingresos y egresos, que se había proyectado negativo, finalmente se presentó positivo. Con lo anterior, la utilidad neta a diciembre de 2018 tuvo un cumplimiento superior a lo proyectado, al registrar un 109,57%.

CUADRO 13: COMPARATIVO REAL FRENTE PROYECTADO (Miles USD)

Cuenta	2018		Cumplimiento
	Proyectado	Real	
Ventas netas	213.299	217.263	101,86%
Costo de ventas	176.379	177.722	100,76%
Utilidad bruta	36.920	39.541	107,10%
Gastos administrativos y ventas	30.661	32.019	104,43%
Depreciaciones y amortizaciones	1.449	1.602	110,56%
Utilidad operativa	4.809	5.919	123,08%
Gastos financieros	4.665	4.087	87,61%
Otros ingresos	6.925	1.347	19,45%
Otros gastos / ingresos neto	(388)	4.371	-1127,70%
Utilidad antes de impuestos	6.681	7.551	113,01%
Impuestos	1.537	1.914	124,54%
Utilidad neta	5.145	5.637	109,57%

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que

⁷ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones financieras proyectadas.

han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía **Sector Real**

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas⁸.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela y Argentina), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019⁹.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,1% en 2018, cifra menor a la previsión inicial, debido a problemas de déficit fiscal, que se reflejan en una reducción del gasto corriente y de la inversión pública¹⁰. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019¹¹. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019¹². De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹³. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹⁴.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a diciembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 14: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018	18.064,20	Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018	1,37%

⁸ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid_year_Update.pdf

⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-real> y <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/23/nota/7013945/economia-ecuador-creceria-11-2018-11-2018>

¹¹ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

¹² <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹³ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁴ <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2019)	32,02%	Inflación mensual (diciembre- 2018)	0,10%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - nov 2018	-514,80	Inflación anual (diciembre - 2018)	0,27%
RI (millones USD al 11 de enero - 2019)	2.626,81	Inflación acumulada (diciembre - 2018)	0,27%
Riesgo país (17 - enero - 2019)	715,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 17 - enero- 2019)	52,07	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹⁵. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual¹⁶.

Durante enero a noviembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 20.415,04 millones, siendo superior en 17,76% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 17.335,57 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (39,2%), bienes de consumo (15,5%), bienes de capital (13,2%), materias primas (12,1%) y productos diversos (49,3%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales entre enero y noviembre de 2018 alcanzaron USD 19.900,24 millones, siendo superiores en 14,63% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 17.360,05 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,7%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 31,2%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 44,2 durante enero-octubre 2017 a USD 60,8 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-noviembre de 2018 crecieron en 5,28% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 11.675,03 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁷, así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁸. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁹. La OPEP y sus aliados, anunciaron el 6 de diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios²⁰.

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,75 a octubre, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018. La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

¹⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁷ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

¹⁸ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁹ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

²⁰ <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)²¹ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta diciembre de 2018 sumó USD 15.133,37 millones, siendo un 14,43% superior a lo registrado entre enero-diciembre 2017 (USD 13.224,89 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 6.739,46 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.319,72 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.206,09 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 985,44 millones²².

La **inflación** anual en diciembre de 2018 fue de 0,27%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en 0,10%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de recreación y cultura; transporte; y, bienes y servicios diversos.

En referencia al **salario nominal promedio**, a diciembre de 2018, se mantuvo en USD 450,26²³; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 386,00; y a partir de enero 2019 se fijó a este último en USD 394,00²⁴. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 107,08 a diciembre 2018²⁵. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a diciembre de 2018, ésta se ubicó en USD 715,16²⁶, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,75% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas). Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3%)²⁷. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral²⁸.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las

²¹ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

²² <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201812.pdf>

²⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

²⁵ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Previsiones/Indices/PSEMensual.htm>

²⁷ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Diciembre-2018/Boletin_tecnico_12-2018-IPC.pdf

²⁸ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf

²⁹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente²⁹.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,62% para enero de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 7,99%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,37%³⁰.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda³¹.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el III trimestre de 2018 totalizó USD 768,07 millones, cifra superior en 0,10% con respecto al II trimestre del mismo año y mayor en 2,11% en relación al III trimestre del 2017. El incremento se atribuye al desempeño de la economía estadounidense, dinamismo del mercado laboral, temor de los migrantes a que se den futuras restricciones a las transferencias de dinero desde Estados Unidos y un aumento en el nivel de empleo en España. Al III trimestre de 2018, el 90,96% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (USD 436,23 millones), España (USD 201,11 millones), Italia (USD 38,75 millones) y México (USD 22,54 millones). Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 75,24% del total de remesas (USD 577,92 millones)³².

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros³³.

Al mes de diciembre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.695,5 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,43% superior con respecto a diciembre de 2017 (USD 31.749,8 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta noviembre 2018 fue de USD 8.091,6 millones, que equivale al 7,39% del PIB³⁴, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de diciembre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 45,2% del PIB³⁵, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁶.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017 y USD 2.677 millones en 2018. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y

²⁹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-III-2018.pdf>

³² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³⁴ La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³⁵ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/01/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%ABlica-Diciembre-2018-FINAL_okOK.pdf

³⁶ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

exportaciones privadas, entre otros. Al 11 de enero de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.626,81 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁷. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país³⁸. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda³⁹.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios⁴⁰, la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial⁴¹, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís⁴². De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017⁴³.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, fue constituida en el año de 1963 en la ciudad de Quito. Su actividad principal se relaciona con la comercialización de vehículos automotores, repuestos y talleres de servicios de las marcas NISSAN y RENAULT.

Actualmente tiene presencia en las principales ciudades del país, cuenta con 17 puntos de venta y postventa a nivel nacional: Quito (4), Guayaquil (3), Cuenca (2), Ambato (2), Manta (1). Adicionalmente la compañía tiene una red de distribuidores independientes en todo el país: Comercial Hidrobo (Ibarra), A. Larrea (Riobamba), Lojacar (Loja), Oroauto (Machala), Autodelta (Quito), Audesur (Quito-Sur).

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA al 31 de diciembre de 2018, presenta un capital suscrito y pagado que asciende a USD 22,33 millones, el mismo que se encuentra conformado por 22'327.505 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. A continuación, se ilustra la estructura accionarial:

CUADRO 15: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación
Automotores y Anexos S.A. AYASA	4.245.510,00	19,01%
Espinosa Maldonado Nicolás Aurelio	3.797.255,00	17,01%
Niagara Investment Service LLC	3.038.027,00	13,61%

³⁷ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁸ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

³⁹ <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

⁴⁰ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

⁴¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

⁴² <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

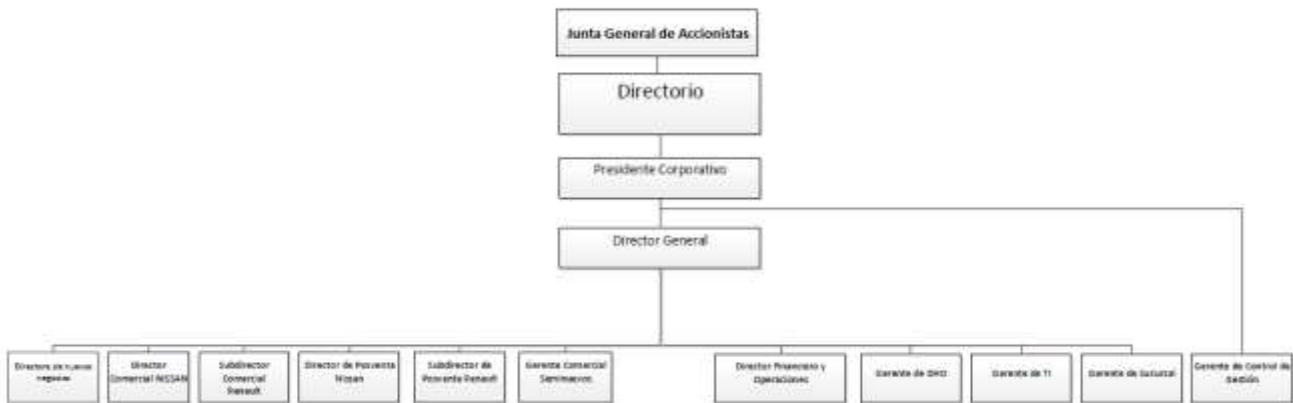
⁴³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

Malo Alvarez Leonardo Gil	1.854.371,00	8,31%
Otros (<8%)	9.392.342,00	42,07%
Total	22.327.505,00	100,00%

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

El órgano máximo de la compañía es la Junta General de Accionistas, bajo la cual se encuentra el Directorio y bajo este el Director General quien se constituye como el representante legal de la empresa.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente y Elaboración: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA

A continuación, se presenta la plana gerencial de la compañía:

CUADRO 16: DIRECTORIO

Cargo	Nombre
Presidente del Directorio	Nicolás Aurelio Espinosa Maldonado
Director	Leonardo Gil Malo Álvarez
Director	María Clara Correa
Director	Viviana Cordero Espinoza
Director	Irma Malo Álvarez
Director	Verónica Espinosa

CUADRO 17: PRINCIPALES ADMINISTRADORES

Cargo	Nombre
Presidente Corporativo	Nicolás Aurelio Espinosa Maldonado
Director General	Leonardo Gil Malo Álvarez
Director de Negocios	Gloria Navas
Director Comercial NISSAN	Diego Andrade Freile
Director Postventa NISSAN	Juan Francisco Madera Hinojosa
Director de Recursos Humanos	Lucía Dueñas
Director Administrativo Financiero	Rolando Gabriel Pérez
Gerente TI & Innovación	J. Iván Esparza Serrano

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA/ Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA en cumplimiento de los principios básicos de responsabilidad social, reafirma su compromiso con los más altos valores éticos aplicables en los negocios, el cumplimiento del marco regulatorio, la rendición de cuentas, la transparencia y el respeto en sus relaciones con todos los grupos de interés, que incluyen pero sin limitarse a ellos a sus accionistas, colaboradores, clientes, proveedores, autoridades y entidades reguladoras y a la comunidad.

La Compañía cuenta con un Código de Gobierno Corporativo que establece las reglas para la administración interna de todas las empresas que conforman AYASA, y su relación con los diferentes Grupos de Interés; garantizando que la normativa legal y estatutaria sea cumplida y, reconociendo la participación, la sana convivencia, la ética organizacional, el manejo de los riesgos, las políticas de información, la debida ejecución de los controles internos y externos y la resolución de conflictos en las relaciones con sus grupos de interés, entre otros.

Empleados

Al 31 de diciembre de 2018, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA contó con 794 empleados distribuidos en diferentes áreas a nivel nacional. La mayoría de los empleados (55,29%) se ubica en el área de Posventa.

Dentro de la compañía no se han conformado Sindicatos o Comités de Empresa que eventualmente pudieran representar un factor que influya en el desarrollo normal de sus operaciones.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 18: EMPRESAS VINCULADAS POR CAPITAL

EMPRESA	RELACIÓN
FOTON DEL ECUADOR S.C.C	Propiedad
TELEMÁTICA EQUINOCCIAL TELEQUINOX S.A.	Propiedad
AUTOMOTORES DEL VALLE VALLEMOTORS S.A.	Propiedad
AUDESUR S.A.	Propiedad

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 19: EMPRESAS RELACIONADAS POR ADMINISTRACIÓN

NOMBRE DEL ACCIONISTA	NOMBRE DE LA EMPRESA	RELACIÓN
Ing. Nicolás Espinosa	Automotores y Anexos S.A. AYASA	Administrador/Accionista
	TUBASEC C.A.	Accionista
	Conjunto Clínico Nacional CONCLINA C.A.	Administrador/Accionista
	FADEL S.A.	Accionista
	PRODUCTOS SCHULLO S.A.	Accionista
	Agropromotora del Cotopaxi AGROCOEX S.A.	Administrador/Accionista
	Hospital de los Valles S.A. HODEVALLES	Accionista
	ESPINOSA PACHANO Cia Ltda.	Accionista
	Temática Equinoccial TELEQUINOX S.A.	Administrador/Accionista
Agrícola la Serena AGRISERENA S.A.	Administrador/Accionista	
Ing. Gil Malo	Automotores y Anexos S.A. AYASA	Administrador/Accionista
Ing. Federico Malo Torres	Automotores y Anexos S.A. AYASA	Administrador/Accionista
	Continental Tire Andina S.A.	Accionista
	Extractor y Procesadora de Aceites EPACEM S.A.	Administrador/Accionista
	National Tire Experts S.A.	Administrador/Accionista
	Conjunto Clínico Nacional CONCLINA C.A.	Accionista
	ANDUJAR S.A.	Accionista
	MYSTICFLOWERS S.A.	Administrador/Accionista
MAJAL S.A.	Administrador/Accionista	
Sra. Irma Malo Álvarez	Empresa Pasteurizadora Quito S.A.	Accionista
	Internacional Genetics INTERGENETICS S.A.	Administrador/Accionista
Sr. Esteban Espinosa Guarderas	Automotores y Anexos S.A. AYASA	Administrador/Accionista
	Conjunto Clínico Nacional CONCLINA C.A.	Accionista
Sra. Lorena Malo Espinosa	Automotores y Anexos S.A. AYASA	Administrador/Accionista
	Inmobiliaria Lucía Lorena S.A.	Accionista

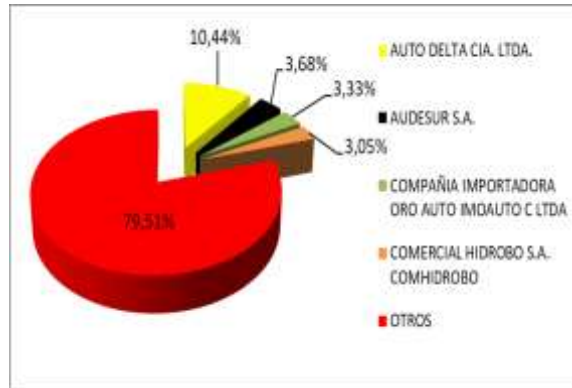
Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

La compañía a diciembre de 2018 cuenta con un amplio portafolio de cartera, mitigando de esta manera el riesgo de concentración en unos cuantos clientes.

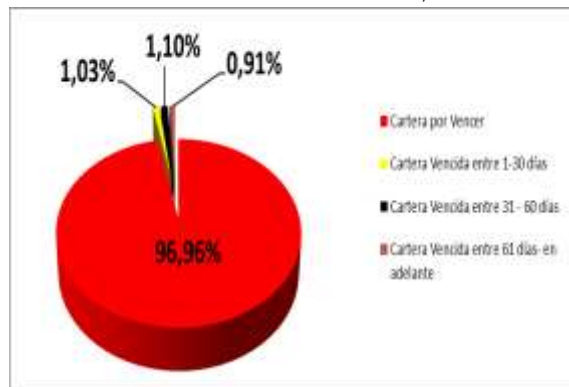
GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES (Diciembre 2018)



Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A.AYASA / Elaboración: Class International Rating

La estructura de la cartera de la compañía se muestra estable. La cartera por vencer, incluida la cartera vencida hasta 30 días (considerada como normal en el ámbito comercial) al 31 de diciembre de 2018 representó el 97,99% de la cartera total, la diferencia del 3,04% corresponde a cartera vencida, con mayor concentración en el rango comprendido entre 1 y 60 días.

GRÁFICO 6: ESTRUCTURA DE LA CARTERA, Diciembre 2018



Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A.AYASA / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

Los principales proveedores de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A.AYASA son NISSAN MEXICANA S.A. DE C.V. y RENAULT - SOFASA S.A.S., que proveen de automóviles y repuestos a la compañía. Estas compañías más otras proveedoras de repuestos Nissan y Renault, representan el 59,08% de las adquisiciones de la compañía.

En cuanto a Renault, la compañía se abastece directamente de la fábrica Sofasa, ubicada en Colombia. En relación a Nissan, la compañía negocia directamente con la matriz, ubicada en México para toda Latinoamérica, y los vehículos son importados de distintas fábricas, en México, USA, Inglaterra y Japón.

Parte importante dentro del giro del negocio de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A.AYASA, constituyen los trámites de internación de la mercadería al país, para lo cual cuentan con compañías que brindan servicios de agencia de aduanas, entre las cuales cuentan el Servicio Nacional de Aduana del Ecuador y Comercial Aduanera

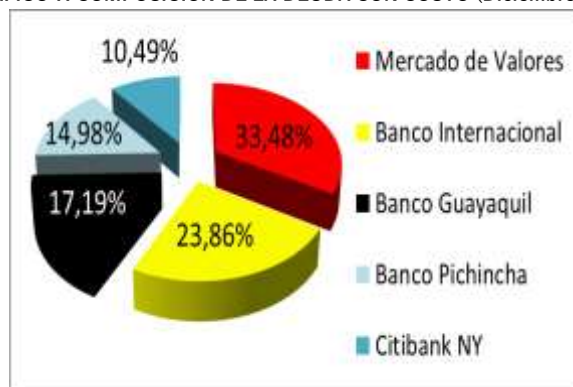
Internacional Raúl Coka Barriga Cía. Ltda. A la adquisición de estos servicios la compañía dedica un 35,95% del total de adquisiciones.

Entre los 2 rubros mencionados ocupan el 95,03% del total de adquisiciones de la compañía. Al ser marcas cuyas representaciones ostenta AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, para los principales proveedores de vehículos y repuestos no existen proveedores alternativos; sin embargo y como ya se mencionó, la existencia de diversas plantas en distintos países donde se fabrican los vehículos, minimiza el riesgo de cualquier evento que atente contra la continuidad en la producción, a más de las ventajas de la relación de largo plazo que la compañía ha construido.

Política de Financiamiento

El financiamiento de la compañía durante el periodo 2015-2017 se ha realizado principalmente con recursos propios; sin embargo, en el año 2018 su principal fuente de fondeo se centralizó en obligaciones con Instituciones Financieras y con el Mercado de Valores, que en conjunto significaron el 28,26% del activo total a la misma fecha, lo que en términos monetarios representó USD 36,18 millones (USD 22,49 millones diciembre de 2017).

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON COSTO (Diciembre 2018)



Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Política de Crédito y Cobranza

La política de crédito de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. se encuentra respaldada por la política de gestión de cuentas por cobrar que tiene como objetivo establecer lineamientos generales que normen un adecuado proceso de gestión de recuperación de cartera vencida orientada a minimizar riesgos, lograr efectivos resultados y mantener controles adecuados para una gestión de cobranza oportuna y eficaz.

La aplicación efectiva de la política de gestión de cobranza de la compañía puede apreciarse en la estructura de la cartera, que revela apenas un 3,04% de cartera vencida, lo que implica una cartera sana cuyos montos por vencer ascienden al 96,96% de la cartera total.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA es una compañía regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otras, a más de leyes específicas como las de contratación pública, defensa del consumidor y propiedad intelectual, de aduanas, entre otras.

Responsabilidad Social

La responsabilidad social empresarial de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA se focaliza básicamente en:

- Aportar al desarrollo social, económico y ambiental el país.
- Respetar y cumplir de manera transparente con las leyes, reglamentos, normas legales y tributarias.
- Trabajar con ética empresarial y promover la lucha contra la corrupción
- Generación de empleo

En otro ámbito, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA dentro de su responsabilidad social, desarrolla actividades de apoyo a la comunidad, en diciembre de 2018 donó 281 equipos de cómputo operativos al Ministerio de Telecomunicaciones, apoyando al Proyecto Emblemático Ampliación de la Red Infocentros, este proyecto apoya en varias ciudades a nivel nacional para que las personas de escasos recursos puedan acceder a educación.

Riesgo Legal

Conforme a la información reportada por la compañía y registrada en la página judicial, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA no registra juicios vigentes en calidad de demandado u ofendido, al 31 de diciembre de 2018

Liquidez de los títulos

Con fecha 23 de mayo de 2018, PICAVAL Casa de Valores S.A., inició con la colocación de los valores de la Clase C, en ese mismo día fueron colocados en un 100%; los valores de la Clase D se colocaron en un 100% entre el 30 de mayo y el 26 de junio de 2018; los valores de la Clase A iniciaron su colocación el 21 de diciembre de 2018, hasta el 31 de diciembre de 2018 se colocaron en un 71,43%; los valores de la Clase B aún no han sido colocados. Al 31 de diciembre de 2018 la emisión llegó a colocarse en un 70,00% del monto aprobado (USD 15,00 millones).

Al 31 de diciembre de 2018, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA mantiene vigentes 2 Emisiones de Obligaciones a largo plazo, tal como muestra el detalle a continuación:

CUADRO 20: PRESENCIA BURSÁTIL Diciembre 2018 (USD)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo Capital
Segunda Emisión de Obligaciones	2015	SCVS.IRQ.DRMV.2015.2330	15.000.000,00	2.500.000,00
Tercera Emisión de Obligaciones	2017	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2017.23718	15.000.000,00	9.500.000,00 ⁴⁴

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

CUADRO 21: INDICADOR DE PRESENCIA BURSÁTIL (Diciembre 2018, USD)

Mes	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
dic-18	1	3	2.500.000,00	18	5,56%

Fuente: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL S.A. / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

⁴⁴ Monto colocado menos dividendos pagados

Eventos Importantes

- AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, se mantiene dentro de las 1.000 empresas más grandes del país. El interés de Revista Ekos ha sido poner en escena a aquellas empresas referentes de la economía ecuatoriana y que se convierten en el motor productivo del Ecuador.
- AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA como inversiones proyectadas tiene las siguientes: desarrollo de nuevos negocios complementarios en el área de movilidad, expansión de la red comercial, presentación mercado de nuevos productos y servicios.
- Como inversionistas nacionales, decidieron permanecer en el país, aún bajo circunstancias difíciles (2012-2016), perdieron el 66% del volumen de ventas, actualmente están viviendo una nueva época y reconocen el profundo afán que ha mostrado el Gobierno Nacional por impulsar procesos de diálogo, en los cuales la compañía ha participado proactivamente.
- El final de las medidas impuestas por el Gobierno anterior desde 2009, ha permitido la reactivación del sector, esto ha viabilizado planes de inversión que constaban en la planificación estratégica de la compañía y da un nuevo horizonte de previsibilidad y certeza necesarios para la generación de nuevos negocios y empleos.

Situación del Sector

La principal línea de negocio de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA es la venta de vehículos importados. En el Ecuador, la industria automotriz ha impulsado a otras industrias del sector productivo como la siderúrgica, metalúrgica, metalmecánica, minera, petrolera, petroquímica, del plástico, vidrio, electricidad, robótica e informática, industrias claves para la elaboración de los vehículos. Por esta razón, el sector automotriz aporta a la economía del país, dado que emplea materia prima, insumos y tecnología para la elaboración de automóviles, de este modo incentiva la cadena productiva, que beneficia a las empresas relacionadas en este proceso. El sector automotor ecuatoriano está conformado por 4 empresas ensambladoras, 92 firmas autopartistas, 81 empresas de carrocerías, 1.271 comercializadores e importadores de vehículos nuevos y usados, 137 establecimientos de venta de motocicletas y 3.126 empresas de comercio automotor como talleres, mecánicas, venta de partes, etc. Sector que genera alrededor de 56.801 puestos laborales.⁴⁵

De acuerdo con datos publicados por la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE)⁴⁶ en su página web, de enero a diciembre del año 2017 se han vendido 105.077 unidades. Esto representó un 49,59% más que en diciembre de 2016, cuando se vendieron 70.241 vehículos. Mientras que en 2018, hasta el mes de noviembre se vendieron 126.255 unidades, 36,24% más que las vendidas hasta noviembre de 2017, cuando se vendieron 92.668 unidades. Con excepción de diciembre de 2017, junio de 2018 es el mes en el que más vehículos se han vendido en el periodo 2013-2018.

Del total de ventas de unidades a noviembre de 2018, dentro de los vehículos livianos (automóviles, camionetas, SUV) las marcas más representativas fueron Chevrolet con el 35% del total de ventas y Kía con el 18%, Toyota representó el 6% y Nissan el 4%. Además, dentro del segmento de vehículos comerciales (VAN, Camiones y Buses) las marcas representativas fueron Hino con el 30% y Chevrolet con el 20%.

45 <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2018/12/boletin%2027%20espanol%20resumido.pdf>

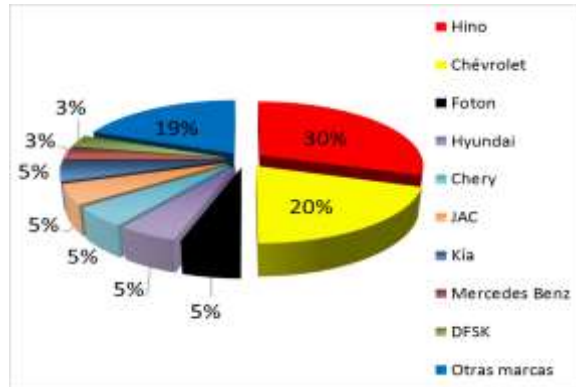
46 <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2017/12/boletin%2015%20espanol%20resumido.pdf>

**GRÁFICO 8: VENTA TOTAL DE VEHÍCULOS (UNIDADES)
ENERO 2017-NOVIEMBRE 2018**



Fuente: AEADE, Boletín diciembre 2018 / Elaboración: Class International Rating

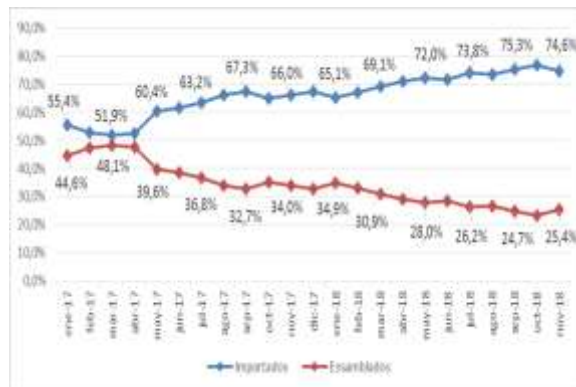
GRÁFICO 9: VENTA DE VEHÍCULOS COMERCIALES (UNIDADES) ENERO-NOVIEMBRE 2018



Fuente: AEADE, Boletín diciembre 2018 / Elaboración: Class International Rating

Dentro de la venta de vehículos en el sector automotriz ecuatoriano en el mes de noviembre de 2018, existe una concentración en la venta de vehículos importados, sobre los ensamblados en el país, es así que el 74,6% de los vehículos vendidos en el mes fueron importados. Cabe recalcar que, en los primeros meses del año 2017, no existía una concentración entre importados y ensamblados, es a partir de mayo de 2017 cuando empiezan a aumentar las ventas de autos importados y reducirse las de autos ensamblados, en ese mes el Gobierno Ecuatoriano retiró las medidas implementadas por el terremoto de abril de 2016. A continuación, un gráfico sobre lo mencionado:

GRÁFICO 10: VENTAS DE VEHICULOS IMPORTADOS VS ENSAMBLADOS (PORCENTAJE) ENERO 2017-NOVIEMBRE 2018



Fuente: AEADE, Boletín diciembre 2018 / Elaboración: Class International Rating

Las barreras de entrada que presenta este sector son, la necesidad de un alto capital de trabajo para la adquisición de vehículos, matrículas, seguros, accesorios, mantenimiento, entre otros; la alta inversión en infraestructura e inventario; no existe apertura de determinadas marcas en el Ecuador para nuevas concesiones; y, requerimiento de personal especializado para los talleres de mantenimiento; entre las principales.

En cuanto a las barreras de salida, están las disposiciones legales o normativas impuestas por el gobierno de turno, liquidación de activos, costos legales y laborales, compromisos legales como contratos a largo plazo con clientes y proveedores, entre otros.

Expectativas

La eliminación de cupos de importación, vigentes hasta 2017; el desmontaje de las salvaguardias; la reducción de dos puntos del IVA y la entrada en vigencia desde noviembre de 2017 del acuerdo comercial con la Unión Europea, fueron factores que incidieron para que los precios de los vehículos bajen en 3 y 7%; lo cual indica que tiene buena perspectiva la comercialización de automóviles, especialmente de los importados.

El sector automotriz anunció la meta de ventas de 2018. En rueda de prensa efectuada el martes, 16 de enero de 2018, la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE) informó que buscará colocar 108.000 unidades durante este año. A noviembre de 2018 la cifra ya fue superada en un 16,90%.

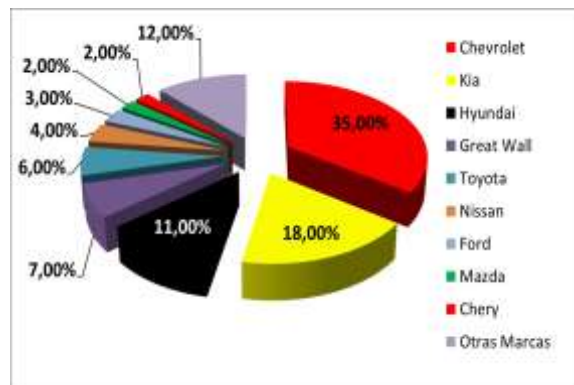
Adicionalmente, en junio de 2018 la Secretaría General de la Comunidad Andina (CAN), resolvió que la tasa de control aduanero es un gravamen y no un cobro por un servicio, y por lo tanto Ecuador deberá retirarla. El ministro de Comercio Exterior informó que se la eliminaría inmediatamente. La tasa de servicio de control aduanero para las importaciones, entró en vigencia en noviembre de 2017 y se aplicaba a toda importación hecha por Ecuador a través de una fórmula que incluía un valor por unidad y peso, y también gravaba a los vehículos y a las partes y piezas que ingresen para ensamblarse en el Ecuador.

Por otro lado, cabe resaltar la disponibilidad de crédito en el sistema financiero nacional, que muestra una clara tendencia hacia el financiamiento de vehículos, lo cual favorece en gran medida a la comercialización de los bienes que negocia la compañía.

Posición Competitiva de la Empresa

Según la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE), entre enero y noviembre de 2018 los vehículos NISSAN representaron el 4,00% del total de vehículos vendidos en el país (vehículos livianos: automóviles, camionetas, SUV), los vehículos RENAULT por su parte presentaron una participación inferior al 2,00%.

GRÁFICO 11: VENTAS VEHÍCULOS LIVIANOS ENERO – NOVIEMBRE 2018



Fuente: AEADE, Boletín diciembre 2018 / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 22: FODA

Fortalezas	Debilidades	
Representación directa de marcas reconocidas que permite disponer de un amplio portafolio de productos y fuentes de abasto diversas.	Falta de gestión estratégica y alineación de la organización.	
Know how de relación con la marcas y procesos heredados de esta relación.	Falta de Gestión de Proyectos.	
Compromiso de la empresa con su personal.	Comunicación, reporte e Información interna.	
Adaptabilidad al cambio.	Gobierno de TI.	
Estructura acorde al negocio.	Retención de talentos.	
Enfoque en procesos y mejora continua.		
Oportunidades	Amenazas	
Crecimiento de Postventa.	Riesgo Político, Económico - País/Exterior.	
Ampliación del portafolio de productos y servicios.	Competencia de otras marcas.	
Ensamblaje local.	Cierre de Importaciones.	
Crédito Directo.	Comercio-Sistema bancario.	
	Desastres Naturales.	

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de la compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgos asociados con su recurso humano, los procesos, la tecnología que utilice, el manejo de la información, sucesos naturales entre otros.

Para salvaguardar sus activos, en el evento no deseado de un siniestro, AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA cuenta con pólizas de seguros adecuadas para su operación, cuyo periodo de vigencia vence en julio de 2019.

La compañía cuenta con un manual de políticas de crédito y cobranza, donde se explica cada una de las políticas generales, específicas y particulares, para dar el tratamiento adecuado al riesgo de crédito.

AYASA tiene suscrito servicios con IBM, en el Manual de Interfaz del Proceso Flujo del servicio de respaldos y restauraciones se describen las actividades del servicio y documentación relacionada, que se alinean con el flujo de servicio para la gestión de Respaldos y Restauraciones global de IBM y los respectivos procedimientos globales de respaldos y restauraciones.

El flujo del servicio de respaldos y restauraciones define e implementa una solución de respaldos y restauraciones para recuperar datos almacenados (por ejemplo, bases de datos, archivos, logs) en caso de pérdida o daño. Esto cubre la evaluación de los datos con miras a la posibilidad de restaurar información según lo definido y reflejado en el acuerdo de servicio de respaldos y restauraciones.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016 y 2017, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 31 de diciembre de 2018.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Durante el periodo analizado (2015-2018), los ingresos ordinarios de la compañía presentaron una tendencia creciente desde USD 157,78 millones en 2015 hasta USD 217,26 millones en 2018, matizada por un decremento

del 13,45% en 2016, que se presentó debido a restricciones impuestas por la política arancelaria del país, que afectó a todo el sector automotriz.

La industria automotriz cerró 2018 con ventas de 137.610 unidades aproximadamente, lo cual significó un incremento en la industria, que sumado a las estrategias de precios y marca que AYASA implementó, generó mayores ingresos, conservando una importante participación en el mercado para la compañía.

El costo de ventas presentó una tendencia creciente desde el 74,80% de los ingresos ordinarios en 2015, hasta el 81,80% en 2018, debido a que hasta septiembre de 2018, la marca Renault no contaba con certificado de origen, lo cual gravaba a los vehículos hasta con el 40% del arancel. Lo anterior determinó a su vez, una tendencia decreciente de la utilidad bruta, desde un 25,20% en 2015 hasta el 18,20% en 2018.

Los gastos de operación, por su lado, presentaron una tendencia decreciente desde el 17,07% de los ingresos ordinarios en 2015, hasta el 15,48% en 2018, matizada por un incremento en 2016 cuando representó el 19,37%, debido a la disminución en los ingresos. La reducción de la participación de los gastos de administración y ventas sobre los ingresos, se debe al incremento en ventas; pero sobre todo, es el resultado de la aplicación por parte de la compañía, de una estrategia basada en el control de gasto fijo y la depuración del gasto variable.

Siguiendo la tendencia del margen bruto, el margen operacional descendió del 8,13% de los ingresos en 2015 al 2,72% en 2018.

GRÁFICO 12: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

El estado de resultados de la compañía registra Ingresos financieros menores al 1% de los ingresos ordinarios a lo largo de todo el periodo analizado; los gastos financieros disminuyeron desde el 2,52% de los ingresos en 2016 hasta el 1,88% en 2018, aunque en términos monetarios presentó una tendencia creciente desde USD 2,97 millones en 2016 hasta 4,09 millones en 2018.

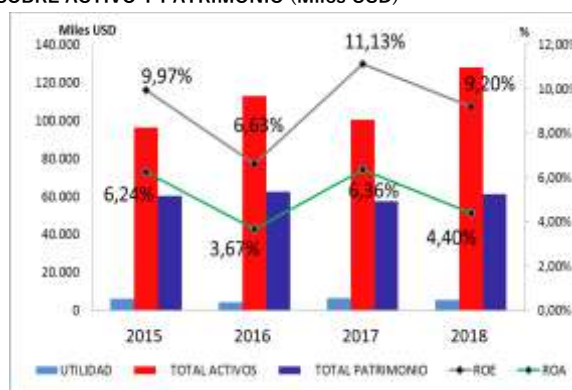
Luego de registrar Otros ingresos/egresos netos y descontar el impuesto a la renta, la utilidad neta registrada por la compañía presentó ascensos y descensos alternados, para concluir en 2018 con el 2,59% de los ingresos ordinarios, luego de haber registrado el 6,64% en 2017.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) registraron decrecimientos y crecimientos alternados, principalmente en función de las variaciones que en el mismo sentido presentó la utilidad neta de la compañía durante el periodo analizado, tal como se puede apreciar a continuación:

CUADRO 23, GRÁFICO 13: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO (Miles USD)

Indicador	2015	2016	2017	2018
ROA	6,24%	3,67%	6,36%	4,40%
ROE	9,97%	6,63%	11,13%	9,20%



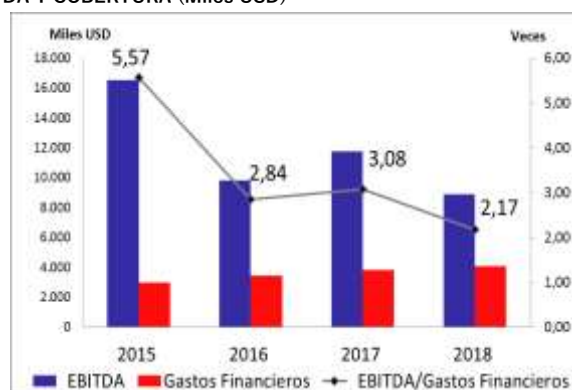
Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, presentó un comportamiento similar al de la utilidad operativa, con una tendencia decreciente desde el 10,46% de los ingresos en 2015 hasta el 4,08% en 2018. A pesar de este decrecimiento la compañía muestra que tiene la capacidad de generar flujos propios para su operación.

Por otro lado, al referirnos a la relación del EBITDA (acumulado)/Gastos Financieros, se observa que AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA mantuvo una cobertura adecuada, pues pese a las variaciones presentadas la compañía posee una cobertura holgada, para cubrir sus gastos financieros con los recursos propios generados por la actividad.

CUADRO 24, GRÁFICO 14: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Indicador	2015	2016	2017	2018
EBITDA	16.504	9.800	11.744	8.869
Gastos Financieros	2.965	3.447	3.816	4.087
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	5,57	2,84	3,08	2,17



Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, presentaron una tendencia creciente desde USD 96,33 millones en 2015 hasta USD 128,04 millones en 2018, matizada por un decrecimiento en 2017 (10,95%). En 2016 los activos crecieron principalmente por la acumulación de inventario, debido a la disminución en ventas experimentada en ese año. Para 2017 la recuperación en ventas redujo el inventario, factor que determinó la disminución del valor de los activos en ese año. El incremento del activo en 2018 se originó en el incremento de los rubros Inventarios y Cuentas por cobrar, debido a la dinamización del negocio de la compañía.

En su estructura, el activo estuvo compuesto principalmente por aquellos de tipo corriente, que mantuvieron una representación estable dentro de una franja estrecha y pasaron del 70,13% de los activos en 2015 al 69,50% en 2018. Los principales activos de la compañía se encuentran en los activos corrientes, Inventarios con el 36,68% en 2018 y Cuentas por cobrar con el 18,58%.

Cuentas por cobrar presentó una tendencia creciente desde el 7,00% de los activos en 2015 hasta el 18,58% en 2018, su crecimiento se debe a la dinamización del negocio, pues la estructura de la cartera determina un 96,96% de cartera por vencer, indicativo de una cartera sana.

AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA clasifica sus canales de venta en R1, concesionarios AYASA; R2 concesionarios que no pertenecen a AYASA; y R3, clientes que compran repuestos y venden en sus locales.

El rubro Cuentas por cobrar creció en 2018 debido al incremento del crédito a R2, por el crecimiento del mercado y por ende al incremento en ventas de unidades. La R2, participa en un 50% en la cartera, a un plazo crédito de 60 días aproximadamente. En segundo lugar, se encuentra el crédito a la R1, principalmente por la forma de pago de los clientes, que son contra entrega, órdenes de compra, financieras y pólizas, con plazos de aproximadamente 30 días. Finalmente, las ventas de posventa a R3, principalmente de repuestos, los cuales tienen plazo de pago según el cliente, de hasta 120 días.

En Otras cuentas por cobrar, la compañía registra las cuentas por cobrar de relacionadas, donde AYASA mantiene participación accionaria y ejecuta estrategias comerciales que van de la mano con el giro del negocio. Entre estas relacionadas cuentan ENAE, AUDESUR y FOTON.

La cuenta Provisión cuentas incobrables experimentó una variación de USD -2,06 millones en 2017 a USD -0,16 millones en 2018, debido a baja de cuentas incobrables por socio comercial en R2, Vallemotors, que cesó sus actividades el 24 de octubre de 2018. La provisión del 100% se generó en 2015 debido a una probabilidad de recuperación de cartera muy baja.

Los Inventarios de la compañía se incrementaron en 2018 en un 44,80%, el crecimiento se generó en el inventario de vehículos, principalmente por la demanda en modelos específicos que el mercado requiere. Por esta razón la compañía tomó la decisión de comprar inventario, mejorando incentivos de fábrica. La participación de vehículos Nissan en el inventario representa el 31%, debido a un incremento en ventas de vehículos del 32,1% respecto a 2017. El promedio mensual de unidades vendidas en 2017 fue de 286 vehículos aproximadamente; mientras que para el año 2018 ascendió a 390, lo cual se tradujo a un incremento en inventarios de vehículos Nissan.

Los activos no corrientes, por otro lado, contemplan como principal rubro a Propiedad, planta y equipo, con un 17,77% de los activos en 2018; seguido por Inversiones en subsidiarias, con el 11,42%; son subsidiarias de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA las compañías Foton del Ecuador S.C.C., Telequinox S.A., Audesur S.A., Enae Enterprise National & Alamo Ecuador S.A., Sidney Holding S.A., e Innovation, entre las principales.

El incremento en Inversiones en subsidiarias a diciembre de 2018 (USD 3,48 millones) corresponde a Innovation, USD 1,5 millones; ENAE, USD 1,8 millones; y Nexcar, USD 0,1 millones.

Las cuentas por cobrar a relacionadas, a diciembre de 2018 representan apenas el 1,37% de los activos en el corto plazo, pues en el largo plazo sólo registraron un valor en 2016.

Pasivos

Los pasivos de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, crecieron desde USD 36,02 millones en 2015 hasta USD 66,79 millones en 2018, con un crecimiento importante (40,09%) en 2016, pues la reducción en ventas exigió a la compañía un mayor financiamiento de terceros; adicionalmente, en este año se colocó la Segunda Emisión de Obligaciones a largo plazo. Al cierre de 2017 el pasivo decreció; sin embargo, respecto a 2015 siguió el crecimiento normal de la actividad, puesto que en 2016 las condiciones de la economía requirieron un endeudamiento superior a las normales exigencias del negocio. Para 2018, la dinamización del negocio implicó el crecimiento de los pasivos (54,79% respecto a 2017), este fue el año en que se colocaron los valores de la Tercera Emisión de Obligaciones a largo plazo.

En cuanto a la porción del activo financiada por pasivos, se determinó un crecimiento desde el 37,39% en 2015 hasta el 52,17% en 2018, pues en este último año los pasivos pasaron a ser los principales financiadores del activo.

En su estructura, pesan más los pasivos corrientes, a diciembre de 2018 financiaron el 33,72% de los activos, mientras que los no corrientes lo hicieron en un 18,44%.

El principal componente de los pasivos es la deuda financiera, que en su representación sobre los pasivos presentó ascensos y descensos alternados, en 2016 financió el 34,30% de los activos y en 2018 el 28,26%, que contempló un 17,95% de los activos como componente de corto plazo y el 10,31% como componente de largo plazo. El incremento en 2018 fue consecuencia de la expansión del negocio.

La deuda financiera estuvo compuesta por créditos con instituciones del sistema financiero nacional, bancos del exterior y emisiones de obligaciones en el Mercado de Valores. Desde 2017 la compañía no presenta saldos con bancos del exterior.

El siguiente rubro en importancia dentro de los pasivos es Proveedores, que al cierre de 2018 financió el 5,57% de los activos, le sigue Anticipos de clientes con el 2,22%. En otros rubros relevantes consta Beneficios sociales, que entre el corto y el largo plazo representaron el 6,63% a diciembre de 2018.

Patrimonio

El patrimonio de AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA, se mantuvo relativamente estable en términos monetarios, pues pasó de USD 60,31 millones en 2015 a USD 61,25 millones en 2018. Hasta el año 2017 el patrimonio fue el principal financiador de los activos de la empresa, pues como ya se mencionó, en 2018 el pasivo pasó a ser el principal y el patrimonio participó con un 47,83%.

En su estructura, el principal rubro constituye Resultados acumulados, pues a diciembre de 2018 representó el 63,16% del patrimonio, le siguen Capital social con el 19,45%, Resultados del ejercicio 9,20% y Reservas con el 8,18%.

El capital social no presentó variaciones, pues desde 2015 registró un valor de USD 22,33 millones, que a diciembre de 2018 representó el 17,44% de los activos; sin embargo, la compañía registra Acciones en tesorería por un valor negativo de USD 10,41 millones desde 2017, lo que reduce la participación del capital social al 9,31% de los activos en 2018.

Acciones en tesorería contempla una compra con el objetivo de preservar las acciones de la empresa. Según Acta de Junta General Extraordinaria de Accionistas del 15 de diciembre de 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 USD 9,68 millones. Del valor a cancelar por las acciones recompradas se pagó USD 3,3 millones y la diferencia se registró en una cuenta por pagar a accionistas, que se dará de baja en cinco años a partir de 2018.

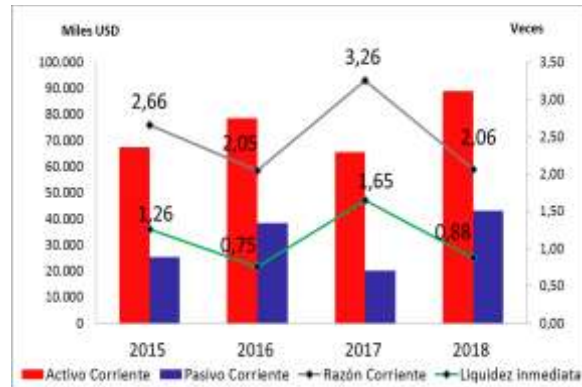
Flexibilidad Financiera

El indicador de razón circulante registró valores superiores a la unidad a lo largo del periodo analizado. Lo anterior indica que la compañía cuenta con los recursos de corto plazo necesarios para cubrir sus necesidades del mismo tipo e implica además la existencia de un capital de trabajo positivo.

Por otro lado, el peso de los inventarios se manifiesta en los indicadores de liquidez inmediata; sin embargo de lo cual, se registraron indicadores superiores a la unidad para los años 2015 y 2017, tal como se evidencia a continuación.

CUADRO 25, GRÁFICO 15: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Indicador	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	67.549	78.672	65.591	88.988
Pasivo Corriente	25.373	38.381	20.130	43.177
Razón Circulante	2,66	2,05	3,26	2,06
Liquidez Inmediata	1,26	0,75	1,65	0,88



Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

Durante el periodo analizado, el indicador Periodo de cobro, que representa el tiempo que le toma a la compañía efectivizar el cobro de cartera, presentó un comportamiento variable, a partir de 2016 se ubicó sobre 30 días y en 2018 registró 40 días.

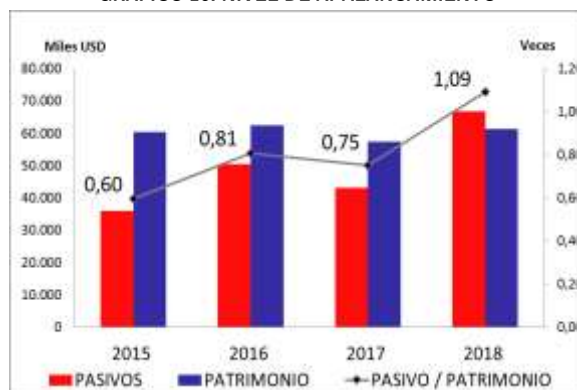
Por otro lado, el indicador que mide el Plazo de proveedores, evidenció para el periodo analizado plazos inferiores a 30 días, a diciembre de 2018 registró 15 días, pues el plazo de proveedores fue menor que el periodo de cobro a partir de 2016. Lo anterior evidencia una diferencia entre el Plazo de proveedores y el Periodo de cobro, desfavorable para la compañía, que fue de -25 días a diciembre de 2018.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que la compañía mantuvo sus existencias en bodega por un plazo de 96 días a diciembre de 2018, superior a los 86 días registrados a diciembre de 2017. El Plazo de proveedores menos el Periodo de cobro y menos la Duración de existencias, reflejan un descalce que a diciembre de 2018 se ubicó en -122 días, aproximadamente. Lo que indica que para financiar esta diferencia, la compañía recurrió a fuentes de financiamiento diferentes a Proveedores.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador de apalancamiento que relaciona al pasivo total sobre patrimonio, revela que hasta 2017 el patrimonio se registró superior al pasivo, lo que ubicó al indicador por debajo de la unidad, lo cual indica que la compañía financió su actividad primordialmente con recursos propios. Al cierre de 2018 el pasivo rebasó al patrimonio y el indicador se ubicó sobre la unidad, lo que indica que la compañía financió su actividad principalmente con pasivos; sin embargo, cabe resaltar que la participación del patrimonio fue importante.

GRÁFICO 16: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado), registró un comportamiento variable, para diciembre de 2018 se ubicó en 7,53 años, lo que indica el tiempo en el cual la compañía podría cancelar todos sus compromisos.

El indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) registró un comportamiento variable, para diciembre de 2018 se ubicó en 4,08 años, este sería el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar con recursos propios, sus obligaciones con costo. El indicador es adecuado, pues guarda relación con el plazo al que la compañía tiene contratada su deuda financiera.

Finalmente, el indicador de solidez que relaciona el patrimonio total/activo total, pasó de 62,61% en el año 2015 a un 47,83% a diciembre de 2018, ubicándose en niveles muy aceptables para la actividad de la empresa.

Contingentes

Según lo reportado por la compañía, al 31 de diciembre de 2018 AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA registró varias obligaciones como codeudor de sus relacionadas, cuyo saldo por vencer representaría el 1,70% de los activos de la compañía.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁴⁷

Durante diciembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Econ Alexandra Cadena
Analista

⁴⁷ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2015	2016	2017	2018
ACTIVO				
Efectivo y equivalentes de efectivo	16.283	12.449	7.261	6.317
Cuentas por cobrar comerciales	6.742	13.442	15.647	23.787
Cuentas por cobrar relacionadas	4.027	1.274	949	1.756
Provisión cuentas incobrables	(2.135)	(2.050)	(2.056)	(156)
Inventarios	35.641	49.150	32.435	46.965
Otros Activos Corrientes	6.991	4.407	11.355	10.321
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	67.549	78.672	65.591	88.988
Propiedad, planta y equipo neto	19.872	21.248	23.226	22.750
Inversiones en subsidiarias	6.893	7.010	11.139	14.616
Otros Activos No Corrientes	2.012	6.055	657	1.683
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	28.777	34.312	35.021	39.050
TOTAL ACTIVOS	96.326	112.984	100.612	128.038
PASIVOS				
Obligaciones Financieras	9.619	31.089	10.930	22.983
Proveedores locales y exterior	8.214	2.026	1.888	7.132
Cuentas por pagar relacionadas	112	375	1.906	2.155
Otros Pasivos Corrientes	7.427	4.891	5.406	10.907
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	25.373	38.381	20.130	43.177
Obligaciones Financieras LP	7.087	7.663	11.562	13.199
Cuentas por pagar partes relacionadas	0	0	6.392	4.667
Otros Pasivos No Corrientes	3.558	4.412	5.065	5.749
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	10.645	12.075	23.019	23.614
Deuda Financiera	16.706	38.752	22.492	36.182
Deuda Financiera C/P	9.619	31.089	10.930	22.983
Deuda Financiera L/P	7.087	7.663	11.562	13.199
TOTAL PASIVOS	36.018	50.456	43.149	66.791
PATRIMONIO				
Capital Social	22.328	22.328	22.328	22.328
Acciones en tesorería	-729	-729	-10.413	-10.413
Reservas	3.285	3.943	4.371	5.012
Utilidad neta del ejercicio	6.010	4.144	6.398	5.637
Otros resultados integrales	0	0	0	0
Resultados acumulados	29.414	32.842	34.780	38.683
TOTAL PATRIMONIO	60.308	62.528	57.463	61.247

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

Cuenta	2015	2016	2017	2018
Ventas	157.781	136.564	175.841	217.263
Costo de ventas	118.022	102.559	137.498	177.722
MARGEN BRUTO	39.759	34.005	38.343	39.541
TOTAL GASTOS	26.932	26.454	29.378	33.622
UTILIDAD OPERACIONAL	12.827	7.552	8.965	5.919
Ingresos Financieros	714	758	1.127	1.347
Gastos Financieros	2.965	3.447	3.816	4.087
Otros ingresos/egresos netos	(1.549)	831	2.248	4.371
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.	9.026	5.694	8.524	7.551
Impuesto a la Renta	3.016	1.550	2.127	1.914
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	6.010	4.144	6.398	5.637

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2015	2016	2017	2018
Gastos Operacionales / Ingresos	17,07%	19,37%	16,71%	15,48%
Utilidad Operacional / Ingresos	8,13%	5,53%	5,10%	2,72%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	3,81%	3,03%	3,64%	2,59%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	213,41%	182,22%	140,13%	105,01%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-25,77%	20,06%	35,14%	77,55%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	49,33%	83,17%	59,65%	72,50%
Rentabilidad				
Rentabilidad sobre Patrimonio	9,97%	6,63%	11,13%	9,20%
Rentabilidad sobre Activos	6,24%	3,67%	6,36%	4,40%
Liquidez				
Razón Corriente	2,66	2,05	3,26	2,06
Liquidez Inmediata	1,26	0,75	1,65	0,88
Capital de Trabajo	42.176	40.291	45.461	45.811
Capital de Trabajo / Activos Totales	43,78%	35,66%	45,18%	35,78%
Cobertura				
EBITDA	16.504	9.800	11.744	8.869
EBITDA anualizado	16.504	9.800	11.744	8.869
Ingresos	157.781	136.564	175.841	217.263
Gastos Financieros	2.965	3.447	3.816	4.087
EBITDA / Ingresos	10,46%	7,18%	6,68%	4,08%
EBITDA/Gastos Financieros	5,57	2,84	3,08	2,17
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,77	0,19	0,40	0,16
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	7,80	9,76	5,11	-2,45
Gastos de Capital / Depreciación	1,92	0,67	1,41	-2,26
Solvencia				
Pasivo Total / Patrimonio	0,60	0,81	0,75	1,09
Activo Total / Capital Social	4,31	5,06	4,51	5,73
Pasivo Total / Capital Social	1,61	2,26	1,93	2,99
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	1,01	3,95	1,92	4,08
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	2,18	5,15	3,67	7,53
Deuda Financiera / Pasivo	46,38%	76,80%	52,13%	54,17%
Deuda Financiera / Patrimonio	27,70%	61,98%	39,14%	59,08%
Pasivo Total / Activo Total	37,39%	44,66%	42,89%	52,17%
Capital Social / Activo Total	23,18%	19,76%	22,19%	17,44%
Solidez				
Patrimonio Total / Activo Total	62,61%	55,34%	57,11%	47,83%
Eficiencia				
Periodo de Cobros (días)	16	36	32	40
Duración de Existencias (días)	110	175	86	96
Plazo de Proveedores (días)	25	7	5	15

Fuente: AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA / Elaboración: Class International Rating