

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 049/2019, del 29 de marzo de 2019

Información Financiera cortada al 31 de enero de 2019

Analista: Econ. Alexandra Cadena

elizabeth.cadena@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA. La compañía se constituyó en la ciudad de Guayaquil el 22 de noviembre de 1963, siendo inscrita en el Registro Mercantil el 13 de diciembre del mismo año. Sus principales actividades son la importación y venta de camiones, automóviles, ensamblaje de furgonetas y repuestos para camiones y vehículos que comercializa, así como reparación y mantenimiento de camiones y vehículos.

Primera Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00010175, emitida el 06 de noviembre de 2018

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 049/2019 del 29 de marzo de 2019 decidió otorgar la calificación de **"AA+" (Doble A más)** a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, por un monto de cuatro millones de dólares (USD 4.000.000,00).

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 presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA tiene su matriz en la ciudad de Guayaquil, además se encuentra posicionada a nivel nacional, con más de 26 sucursales, ubicadas en Guayaquil, Quito, Ambato, Cuenca, Machala, Santo Domingo de los Tsáchilas, El Coca y Portoviejo.
- La empresa ofrece una amplia gama de productos de sus líneas de distribución Hino, Citroën, John Deere, Atlas Copco, Marangoni y Bridgestone, todas complementadas con servicios postventa dirigidos especialmente a los segmentos del transporte pesado, liviano y de trabajo con talleres especializados en las marcas Hino y Citroën, con repuestos genuinos; además poseen talleres de enderezado y pintura, una planta

de rencauche y centros de servicios para vehículos multimarca, livianos y pesados. Adicionalmente, la compañía mantiene contratos de distribución principalmente con Hino, Bomag, Citroen.

- Cabe destacar que MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA ha recibido diversos reconocimientos y acreditaciones, y cuenta con la certificación ISO-9001:2008, por mejores prácticas aplicadas en su sistema de Gestión de Calidad, este certificado fue actualizado a la ISO 9001:2015.
- MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, no cuenta con un gobierno corporativo formalmente instaurado; sin embargo, cuenta con una estructura organizacional establecida, con un Directorio que está alineado a los requerimientos estratégicos, objetivos empresariales de la compañía y del mercado en el cual se desenvuelve.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, lo que le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- Los ingresos de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA presentaron un comportamiento decreciente entre los años 2015 y 2016, al pasar de USD 195,41 millones a USD 124,50 millones respectivamente, producto entre otras cosas por las salvaguardias y la reducción de cupos establecidos para la importación de vehículos. Al cierre de 2017, los ingresos se ubicaron en USD 187,01 millones, teniendo un importante crecimiento del 50,20% en relación a 2016, lo que obedece a la eliminación de cupos máximos de importación de autos, sumado a la reducción del IVA y eliminación de salvaguardias. Al 31 de diciembre de 2018, los ingresos totalizan USD 200,46 millones, efecto de la recuperación del sector automotor en general. Para los periodos interanuales los ingresos continuaron creciendo, pues pasaron de USD 12,45 millones en enero de 2018 a USD 16,97 millones en enero de 2019, en donde las líneas de HINO y Citroën fueron las que más aumentaron.
- El margen operacional fue decreciente hasta el año 2016, en donde la empresa registró una pérdida operativa (-7,21% de los ingresos) producto de la reducción de los ingresos y el registro de gastos no habituales, para el año 2017 la compañía registró una importante recuperación, sin embargo, todavía presentó una pérdida operacional (-1,10% de los ingresos). Para el año 2018, el margen operativo se recuperó al presentar una participación de 1,48% sobre los ingresos, como efecto que mayores ventas y un manejo más eficiente de sus costos y gastos. Al 31 de enero de 2019, el margen operativo de la empresa fue mayor al registrado en su similar, cuando significó el 0,96% de los ingresos (-4,74% de los ingresos en enero de 2018), gracias a una administración más eficaz de sus gastos.
- Luego de sumar el rubro otros ingresos, donde se registran los intereses ganados por el financiamiento que la compañía otorga a sus clientes por la venta a crédito de vehículos, y descontar el pago de impuestos y otros egresos no operacionales, la compañía presentó un margen neto decreciente hasta el año 2016, pues luego de haber significado un 3,30% de los ingresos en 2015, bajó a un irrelevante 0,11% de los ingresos, mientras que en diciembre de 2017 este significó un 0,14% de los ingresos. Para el año 2018, la empresa arrojó una utilidad antes de impuestos que significó el 1,13% de los ingresos (0,40% de los ingresos a enero de 2019).
- El EBITDA¹ (acumulado) de la compañía presentó un comportamiento creciente desde el año 2016, significando el 4,79% de los ingresos en ese año a 6,65% de los ingresos en 2018, en parte gracias a la recuperación paulatina de su margen operativo. Esto demuestra una mejoría en la cobertura de sus gastos financieros frente a lo reportado históricamente. Para enero de 2019, la recuperación del EBITDA (acumulado) se hizo más evidente al significar el 6,59% de los ingresos, frente a un 4,54% de los ingresos en enero de 2018, rubro que le permitió cubrir sus gastos financieros de manera aceptable.
- Los activos totales presentaron una tendencia creciente a partir del año 2016, pasando de USD 239,38 millones a USD 256,37 millones en 2018 y USD 256,33 millones en enero de 2019, lo que obedece al incremento en sus activos por impuestos corrientes y propiedad, planta y equipo como consecuencia de la apertura de nuevas agencias.
- El pasivo es la principal fuente de financiamiento de los activos de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, misma que mantuvo una tendencia relativamente estable, puesto que pasó de un 51,70% de los activos en 2016 a un 52,37% en 2018 y 52,65% de los activos en enero de 2019.
- La deuda financiera es el principal rubro en la estructura del pasivo, aunque su tendencia fue decreciente desde el 46,01% de los activos en 2015 hasta un 34,72% en 2018 y un 34,95% en enero de 2019, Dicha deuda estuvo conformada por obligaciones con instituciones del sistema financiero y obligaciones con el mercado de valores.

¹ En el cálculo del EBITDA se incluyeron los ingresos financieros, por cuanto a pesar de ser no operativos, son recurrentes y se encuentran íntimamente ligados a la actividad de la empresa.

- La compañía presentó un importante respaldo por parte de su patrimonio, pues pasó de USD 102,28 millones (40,12% de los activos) en 2015 a USD 122,11 millones (47,63% de los activos) en 2018, mientras que a enero de 2019, totalizó USD 121,36 millones (47,34% de los activos), producto del crecimiento de resultados acumulados.
- El capital social de la compañía presentó un incremento entre los años 2015 y 2016, pasando de USD 46,30 millones (18,16% de los activos) a una suma significativa de USD 60,19 millones (25,14% de los activos), manteniéndose este último rubro a diciembre de 2018 y enero de 2019, financiando para ambos periodos el 23,48% de los activos. Estos resultados demuestran el compromiso de los accionistas sobre la operación.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento con un endeudamiento moderado mediante el uso de fuentes externas a la empresa, presentando además un comportamiento decreciente durante el periodo analizado, que pasó de 1,15 veces en 2017 a 1,10 veces en 2018 (1,11 veces en enero de 2019).
- A partir del año 2016 presentó indicadores de liquidez superiores a la unidad, lo que demuestra que los activos corrientes superan los pasivos de corto plazo, situación que determina que la compañía está en capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos líquidos.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria de Accionistas de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA reunida el 25 de junio de 2018, resolvió autorizar que la compañía realice el Segundo Programa de Papel Comercial por un monto de USD 8,00 millones, así como la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por USD 4,00 millones.
- Con fecha 11 de julio de 2018, MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA como Emisor, conjuntamente con SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV como Estructurador y Agente Colocador, y el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA.
- Con fecha 23 de noviembre de 2018, SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV, inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, logrando colocar hasta el 18 de enero de 2019, la suma de USD 1,77 millones de la Clase C y USD 2,00 millones de la Clase D, lo que representa el 94,14% (USD 3,77 millones) del total aprobado.
- La Primera Emisión de Obligaciones de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA 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 mismos que se detallan a continuación:
 - Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - ✓ 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.
 - ✓ 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 enero de 2019 la empresa cumplió con los resguardos mencionados.
- El emisor mientras esté vigente la emisión limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.
 - Al 31 de enero de 2019, el emisor cumplió con lo mencionado.
- Al 31 de enero de 2019, la compañía registró un monto de total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa por la suma de USD 165,54 millones, siendo el 80,00% de los mismos, USD 132,43 millones,

presentando este último una cobertura de 33,11 veces sobre el capital de la emisión, cumpliendo de esta manera con los parámetros establecidos en la normativa vigente.

- 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. No obstante, de acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que el comportamiento de sus resultados no se dio de acuerdo a dichas proyecciones.

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:

- Uno de los riesgos a los que podría estar expuesta la compañía es la importante penetración de otras marcas al mercado, lo que podría ocasionar una merma en la participación de mercado para las marcas que comercializa la empresa como concesionario.
- Ingreso de repuestos, accesorios y partes como contrabando, constituyéndose en un riesgo para la compañía, en el sentido de que dichos bienes se comercializan en el mercado a precios muy por debajo de los repuestos genuinos distribuidos por MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA. No obstante, dado que estos repuestos introducidos al país ilegalmente no cuentan con la calificación de normas de calidad y sobre todo de seguridad, ponen en riesgo la vida útil de los motores y partes de los vehículos, siendo por lo tanto inferiores a los ofrecidos por la compañía, que adicionalmente hace frente a esta situación al poner a disposición de sus clientes un excelente servicio postventa y atención por parte de sus asesores comerciales.
- La menor disponibilidad de créditos del sistema financiero para financiar vehículos podría desacelerar la demanda del sector, y por tanto disminuir los ingresos de la compañía.
- Una fuerte contracción de la demanda, ocasionada por la crisis e incertidumbre que enfrenta la economía ecuatoriana, podría afectar los ingresos de la compañía.
- Una desaceleración de la economía, podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes les vende a crédito.
- Mayores cambios a las políticas gubernamentales a las importaciones, mayores aranceles, reducción de cupos para la importación, u otras medidas restrictivas hacia el sector automotriz representan un riesgo permanente que genera incertidumbre no sólo para compañías como MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, sino para todo tipo de compañías en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente pueden verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- Regulaciones impuestas por el Gobierno ecuatoriano al Impuesto a la Salida de Dividas (ISD) y el endurecimiento de los créditos de vehículos.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de 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:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA son documentos y cuentas por cobrar clientes libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de los documentos y cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de los activos exigibles y por lo tanto crear un riesgo de concentración.

- Si la compañía no mantiene actualizado el proceso de aprobación de un potencial cliente o los montos de línea de crédito, podría convertirse en un riesgo de generar cartera que pueda presentar un comportamiento irregular de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de los documentos y cuentas por cobrar clientes, así como una adecuada administración, 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 emisión.
- Finalmente, al referirnos a los documentos y cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un bajo grado para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar

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 enero de 2019 la empresa registró, dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionado (largo plazo) por USD 6,46 millones (corto plazo), 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 podría 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.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, 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 MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, del 25 de junio de 2018.
- La escritura pública de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo del 11 de julio de 2018.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2015, 2016 y 2017 de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, 31 de enero de 2018, 31 de diciembre de 2018 y 31 de enero de 2019.
- 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.

Con base a 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 MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, 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 MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, conformada por el 98,96% del capital social suscrito y pagado de la Compañía, reunida en Guayaquil el 25 de junio de 2018, resolvió autorizar que la compañía realice el Segundo Programa de Papel Comercial por un monto de USD 8,00 millones, así como la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por USD 4,00 millones.

Con fecha 11 de julio de 2018, MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA como Emisor, conjuntamente con SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV como Estructurador y Agente Colocador, y el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, siendo sus características las siguientes:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA					
Emisor	MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA.				
Capital a Emitir	USD 4'000.000,00				
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Títulos de las obligaciones	Las obligaciones serán desmaterializadas. El valor mínimo de cada obligación será de USD 1.000,00.				
Clase, Plazo, Monto y tasa de interés	Clase	Monto USD	Plazo	Tasa	
	Clase C	2.000.000,00	1.080 días	8,50% fija anual	
	Clase D	2.000.000,00	1.440 días	8,75% fija anual	
Amortización de capital	Cada 90 días.				

Pago de interés	El tenedor de los valores de obligaciones comenzará a ganar intereses desde la fecha-valor en que la clase sea negociada. El pago de intereses se realizará cada noventa días.
Cálculo de Intereses	Base comercial de 360 días por año
Tipo de Garantía	Garantía General, conforme a lo dispuesto en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Fecha de emisión	Se considerará a la fecha en que se realice la primera colocación de la emisión.
Rescates anticipados	La presente emisión de obligaciones no contempla sorteos ni rescates anticipados.
Destino de los recursos	100% para restructuración de pasivos con costo.
Sistema de colocación	Pública en forma Bursátil.
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Estructurador y Agente Colocador	SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV.
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y 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: <ul style="list-style-type: none"> ❖ Establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul 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 en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.
Límite de Endeudamiento	El emisor mientras esté vigente la emisión limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.

Fuente: Contrato de Emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realizará la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas:

CUADRO 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE C					CLASE D				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital	Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
				2.000.000	23-nov-18				2.000.000
1	166.667	42.500	209.167	1.833.333	23-feb-19	125.000	43.750	168.750	1.875.000
2	166.667	38.958	205.625	1.666.667	23-may-19	125.000	41.016	166.016	1.750.000
3	166.667	35.417	202.083	1.500.000	23-ago-19	125.000	38.281	163.281	1.625.000
4	166.667	31.875	198.542	1.333.333	23-nov-19	125.000	35.547	160.547	1.500.000
5	166.667	28.333	195.000	1.166.667	23-feb-20	125.000	32.813	157.813	1.375.000
6	166.667	24.792	191.458	1.000.000	23-may-20	125.000	30.078	155.078	1.250.000
7	166.667	21.250	187.917	833.333	23-ago-20	125.000	27.344	152.344	1.125.000
8	166.667	17.708	184.375	666.667	23-nov-20	125.000	24.609	149.609	1.000.000
9	166.667	14.167	180.833	500.000	23-feb-21	125.000	21.875	146.875	875.000
10	166.667	10.625	177.292	333.333	23-may-21	125.000	19.141	144.141	750.000
11	166.667	7.083	173.750	166.667	23-ago-21	125.000	16.406	141.406	625.000
12	166.667	3.542	170.208	-	23-nov-21	125.000	13.672	138.672	500.000
	2.000.000	276.250	2.276.250		23-feb-22	125.000	10.938	135.938	375.000
					23-may-22	125.000	8.203	133.203	250.000
					23-ago-22	125.000	5.469	130.469	125.000
					23-nov-22	125.000	2.734	127.734	-
						2.000.000	371.875	2.371.875	

Fuente: Contrato de Emisión de Obligaciones Maquinarias y Vehículos S.A MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de enero de 2019)

Con fecha 06 de noviembre de 2018, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones de largo plazo por el monto de hasta USD 4,00 millones, mediante la Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.2018.00010175, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 08

de noviembre de 2018. Determinando además que el plazo de oferta pública de dicha emisión vence el 06 agosto de 2019.

Colocación de los Valores

Con fecha 23 de noviembre de 2018, SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV, inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, logrando colocar hasta el 18 de enero de 2019, la suma de USD 1,77 millones de la Clase C y USD 2,00 millones de la Clase D, lo que representa el 94,14% (USD 3,77 millones) del total aprobado.

Saldo de Capital

Hasta el 31 de enero de 2019, todavía no se ha cancelado ningún valor a los inversionistas, pues el primer pago se lo realizará en el mes de febrero de 2019, lo que determina que el saldo de capital asciende al monto colocado a la fecha.

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.

Límite de Endeudamiento

- El emisor mientras esté vigente la emisión limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.
- Paralelamente mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.
 - Al 31 de enero de 2019, la compañía cumplió con lo listado anteriormente. En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 4: RESGUARDOS (USD)

Resguardos	Límite establecido	ene-19	Cumple
Indicador promedio de liquidez o circulante	Mayor o igual a 1	Debido a que la emisión de obligaciones se aprobó el 6 de noviembre de 2018, todavía no es posible medir el indicador semestral, no obstante, el indicador de razón corriente para enero de 2019 es de 1,09 veces	-
Activos reales / Pasivos Totales (Veces)	Mayor o igual a 1	1,79 veces	Sí
Pasivos con costo / patrimonio	Hasta 2 veces	0,74 veces	Sí

Fuente: Maquinarias y Vehículos S.A MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldado por una Garantía General otorgada por MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de enero de 2019, MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, estuvo conformada por un total de activos de USD 256,33 millones, de los cuales el 68,59% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 5: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (ENERO 2019)

Activos	Libres	%
Disponibles	739.123	0,42%
Exigibles	110.141.196	62,64%
Realizables	32.174.144	18,30%
Propiedad Planta y Equipo	29.289.077	16,66%
Otros activos	3.480.005	1,98%
TOTAL	175.823.545	100,00%

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / 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 enero de 2019, 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 complementarias².

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 enero de 2019, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 165,54 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 132,43 millones, determinando de esta manera que la Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente. Así mismo se debe indicar que el monto máximo de la emisión presentó una cobertura de 33,11 veces sobre el saldo de capital de la emisión.

² “La verificación realizada por la calificadora 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 calificadora 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.”

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

Descripción	USD
Total Activos	256.328.058
(-) Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	2.266.238
(-) Activos Gravados	80.504.513
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³	11.655
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación ⁴	8.000.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se espera que existan	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁵	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁶	4.329
Total Activos menos Deducciones señaladas por la normativa	165.541.323
80.00% Activos Deducidos y Monto Máximo de Emisión	132.433.058
Saldo de Capital Emisión de Obligaciones	4.000.000
Total Activos Deducidos / Saldo Capital (veces)	41,39
80.00% Activos deducidos / Saldo Capital (veces)	33,11

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de enero de 2019, 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 ocupan un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,31 veces⁷ 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, 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 monto que mantiene vigente en el Mercado de Valores representan el 4,94% del 200% del patrimonio al 31 de enero de 2019 y el 9,89% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 7: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO (ENERO 2019)

Descripción	ene-19
Patrimonio (USD)	121.358.518
200% del Patrimonio (USD)	242.717.036
II Programa de Papel Comercial (USD)	8.000.000
I Emisión de Obligaciones (USD)	4.000.000
Total Emisiones (USD)	12.000.000
Valores emitidos / 200% del Patrimonio	4,94%
Valores emitidos / Patrimonio	9,89%

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

Según la estructuración financiera, las proyecciones arrojan las 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 2022 reflejaría una utilidad neta igual a USD 4,69 millones.

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2018*	2019	2020	2021	2022
Ventas netas	210.000.000	220.500.000	231.500.000	243.000.000	255.000.000

3 Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

4 En los que el Emisor haya actuado como Originador.

5 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.

6 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 complementarias.

7 (Total Activos Deducidos – saldo emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

Costo de ventas	165.900.000	174.195.000	182.885.000	191.970.000	201.450.000
Utilidad bruta	44.100.000	46.305.000	48.615.000	51.030.000	53.550.000
Gastos administrativos y ventas	40.000.000	42.000.000	44.100.000	46.300.000	48.620.000
Utilidad operativa	4.100.000	4.305.000	4.515.000	4.730.000	4.930.000
Gastos financieros	8.000.000	8.400.000	8.820.000	9.261.000	9.724.050
Otros ingresos	10.000.000	10.500.000	11.025.000	11.575.000	12.155.000
Utilidad antes de impuestos	6.100.000	6.405.000	6.720.000	7.044.000	7.360.950
Participación a trabajadores	915.000	960.750	1.008.000	1.056.600	1.104.143
Impuestos a la renta	1.296.250	1.361.063	1.428.000	1.496.850	1.564.202
Utilidad neta	3.888.750	4.083.188	4.284.000	4.490.550	4.692.606

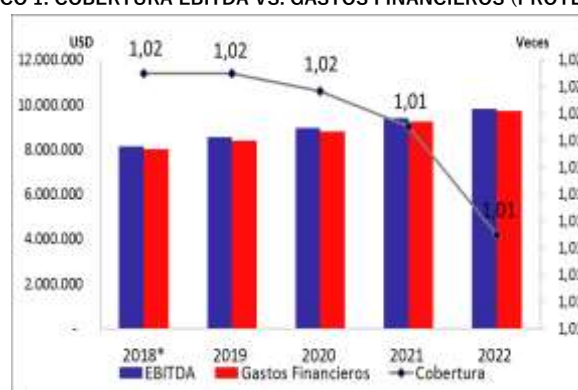
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El estado de resultados proyectado, en consideración del registro histórico y de la recuperación económica del sector automotriz actual, partiría de un incremento en los ingresos al cierre de 2018 y un crecimiento moderado a partir de 2019 al 2022 que en promedio llegaría al 4,97%. Los costos de ventas mantendrían una representación promedio del 79,00% sobre los ingresos ordinarios (durante los años 2018-2022), mientras que los gastos operacionales mantendrían una representación del 19,05% sobre los ingresos ordinarios durante todos los periodos analizados.

La proyección contempla gastos financieros correspondientes a las emisiones y al resto de compromisos financieros que mantiene y proyecta la compañía. También considera otros ingresos, el impuesto a la renta y la participación de trabajadores, con lo que la compañía alcanzaría una utilidad neta de USD 3,89 millones en 2018 y se incrementaría a USD 4,69 millones en 2022, cuya participación sobre los ingresos pasaría de un 1,85% en 2018 a un 1,84% en 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, la misma que pasaría de 1,02 veces al cierre del año 2018 a 1,01 veces en 2022, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago aceptable pero ajustada de los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan a los gastos financieros.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, en lo que concierne al flujo de efectivo, la estructuración contempla la actividad operativa, las inversiones en propiedad, planta y equipo, y las actividades de financiamiento.

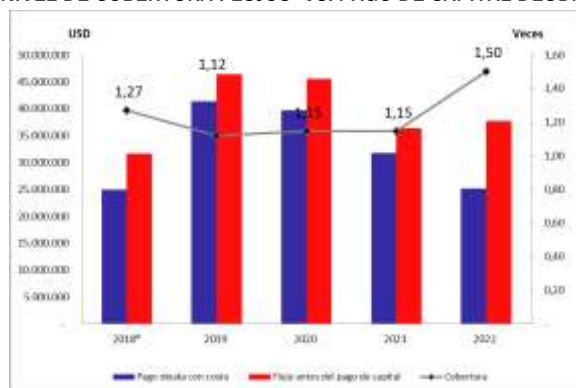
La proyección indica que la compañía poseería el suficiente flujo para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer. Con lo dicho, al cierre del año 2018 la compañía reflejaría un nivel de cobertura de los flujos frente al pago de sus obligaciones de 1,27 veces, mientras que al cierre de 2022 la cobertura sería de 1,50 veces.

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2018*	2019	2020	2021	2022
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Vehículos y Maquinarias	20.083.140	45.182.908	48.392.053	50.711.656	50.711.656
Cartera cuotas	40.000.000	92.000.000	100.000.000	106.000.000	108.000.000
Motorec	2.000.000	4.000.000	500.000	500.000	500.000
Repuestos, Talleres y Neumáticos	27.000.000	56.000.000	58.000.000	60.000.000	62.000.000
Procesos licitatorios	7.500.000	12.000.000	12.000.000	10.000.000	10.000.000
Cci bancos	(20.000.000)	(40.000.000)	(40.000.000)	(40.000.000)	(40.000.000)
Impuesto Salida de Divisas CCI + Intereses	(1.680.000)	(3.360.000)	(3.360.000)	(3.360.000)	(3.360.000)
Desaduanización vehículos, repuestos y maquinarias	(11.970.000)	(23.940.000)	(23.940.000)	(23.940.000)	(23.940.000)
Alquiler de Inmuebles	(900.000)	(1.500.000)	(1.200.000)	(1.200.000)	(1.200.000)
Varios proveedores	(13.500.000)	(27.000.000)	(27.000.000)	(27.000.000)	(27.000.000)
Sri-impuestos	(1.750.000)	(3.500.000)	(3.500.000)	(3.500.000)	(3.500.000)
Participación utilidades	(200.000)	(1.000.000)	(1.400.000)	(2.000.000)	(2.400.000)
Nómina- IESS	(9.000.000)	(19.000.000)	(20.000.000)	(20.000.000)	(20.000.000)
Pago a naviera	(1.500.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)
Pago a Provizcaino	(1.440.000)	(2.880.000)	(2.880.000)	(2.880.000)	(2.880.000)
Publicidad	(250.000)	(1.000.000)	(1.000.000)	(1.000.000)	(1.000.000)
Pago a proveedores vehículos, maquinarias y repuestos	(39.894.200)	(81.288.400)	(82.788.400)	(85.288.400)	(86.288.400)
Otros pagos	(3.900.000)	(6.800.000)	(4.800.000)	(4.800.000)	(4.800.000)
Hunter	(600.000)	(1.200.000)	(1.200.000)	(1.200.000)	(1.200.000)
Latina	(500.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	(10.501.060)	(9.285.492)	(176.347)	5.043.256	7.643.256
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Activos Fijos	(750.000)	(2.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)
Construcciones nuevas agencias	(250.000)	(500.000)	(1.000.000)	(1.500.000)	(1.500.000)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	(1.000.000)	(2.500.000)	(4.000.000)	(4.500.000)	(4.500.000)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Colocación papel comercial	7.440.000	7.440.000	3.720.000	-	-
Colocación emisión de obligaciones	4.000.000	-	-	-	-
Venta de cartera con responsabilidad	23.000.000	40.000.000	36.000.000	30.000.000	30.000.000
Refinanciamientos y/o desembolsos	3.000.000	4.000.000	5.000.000	-	-
Pago prestamos financieros	(7.259.906)	(8.297.684)	(6.730.000)	(2.871.000)	(994.000)
Papel comercial	(10.000.000)	(8.000.000)	(8.000.000)	(4.000.000)	-
Pago emisión de obligaciones	-	(1.474.010)	(1.373.594)	(1.273.177)	(527.344)
Pago de cartera vendida con responsabilidad	(7.652.000)	(23.608.000)	(23.608.000)	(23.608.000)	(23.608.000)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	12.528.094	10.060.306	5.008.406	(1.752.177)	4.870.656
FLUJO DE EFECTIVO NETO					
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	1.027.034	(1.725.186)	832.060	(1.208.921)	8.013.912
Efectivo al inicio del periodo	5.690.033	6.717.067	4.991.881	5.823.940	4.615.019
SALDOS AL FIN DEL AÑO	6.717.067	4.991.881	5.823.940	4.615.019	12.628.932

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS⁸ VS. PAGO DE CAPITAL DEUDA FINANCIERA



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la Calificadora realizó un análisis de sensibilidad de los flujos proyectados, en donde la afectación consistió en establecer un incremento de 2,30% al costo de ventas, obteniendo representaciones más altas respecto de los ingresos ordinarios, que las contempladas en la estructuración. Así, el costo de ventas que en la estructuración tiene una representación promedio del 79,00% de los ingresos ordinarios, se incrementó hasta una representación del 80,82% a lo largo del periodo proyectado, con lo cual la generación de utilidades netas se mantendría a lo largo del periodo analizado. Adicional e independientemente, se afectó el flujo operativo al disminuir en un 2% los ingresos provenientes de Vehículos y Maquinarias contemplado en la estructuración dentro del flujo operativo, sin variar los flujos de inversión y financiero. Los ajustes mencionados provocaron una disminución promedio del 81,01% en el flujo proyectado, manteniendo aún la generación de flujos positivos. Es relevante mencionar que las afectaciones realizadas, serían lo máximo que soportaría el modelo para generar flujos positivos.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado:

El análisis comparativo para diciembre de 2018, se lo realiza versus lo proyectado el mismo periodo, es así que la utilidad bruta en este corte presentó un cumplimiento superior a lo esperado, alcanzando el 104,16%, sin embargo, los gastos operativos fueron superiores a lo proyectado, en consecuencia, el cumplimiento de la utilidad operativa alcanzó un cumplimiento de 72,15% sobre lo proyectado. Por su parte, los gastos financieros sobrepasaron lo esperado, por lo que la utilidad antes de impuestos arrojó un cumplimiento de apenas 37,01%.

CUADRO 10: COMPARATIVO PROYECCIONES VS. REAL (Miles USD)

Rubro	Diciembre 2018	Diciembre 2018	Cumplimiento
	Proyectado	Real	
Ventas netas	210.000.000	200.455.570	95,46%
Costo de ventas	165.900.000	154.522.881	93,14%
Utilidad bruta	44.100.000	45.932.689	104,16%
Gastos administrativos y ventas	40.000.000	42.974.337	107,44%
Utilidad operativa	4.100.000	2.958.352	72,15%
Gastos financieros	8.000.000	8.539.354	106,74%
Otros ingresos/egresos netos	10.000.000	7.838.892	78,39%
Utilidad antes de impuestos	6.100.000	2.257.890	37,01%

Fuente: Estructuración Financiera / 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 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

⁸ Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la deuda financiera.

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 de la 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, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía **Sector Real**

De acuerdo con las previsiones realizadas por la ONU, el crecimiento mundial se mantendrá en el 3,0% en 2019 y 2020, tras una expansión del 3,1% en 2018. En los Estados Unidos se prevé que el crecimiento se ralentice hasta el 2,5% en 2019 y el 2% en 2020 a medida que se disipa el estímulo fiscal de 2018. En el caso de la Unión Europea se prevé un crecimiento estable del 2,0%, con posibles riesgos hacia la baja. En China se prevé que el crecimiento se reduzca moderadamente, del 6,6% en 2018 al 6,3% en 2019. La ralentización del crecimiento en China y en Estados Unidos también podría reducir la demanda de productos básicos, lo que afectaría a los exportadores de esos productos de África y América Latina⁹.

Las cifras de crecimiento mundial no reflejan las fragilidades y el ritmo desigual del progreso económico en todo el mundo. Si bien las perspectivas económicas a nivel mundial han mejorado en los dos últimos años, en varios países en desarrollo se ha producido una disminución de los ingresos per cápita. Según la ONU, se prevén disminuciones o un débil crecimiento del ingreso per cápita en 2019 en América Latina y el Caribe, donde persiste inestabilidad, como la constricción de las condiciones financieras; los efectos de las huelgas; la incertidumbre política; y las tensiones comerciales. Los pronósticos realizados por El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la ONU y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) consideran que la región se verá afectada por un menor flujo de capital, mayor volatilidad en los mercados internacionales y las tensiones entre Estados Unidos y China, entre otros factores.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un lento crecimiento económico para el año 2019. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por la ONU, en 2019 el país crecerá un 0,9% y un 1,2% en 2020, después de presentar un crecimiento de 1,0% en 2018. La CEPAL estima un crecimiento del 0,9% en 2019¹⁰. De igual forma, el FMI¹¹ y el Banco Mundial¹², ubican las estimaciones de crecimiento del país en 0,7% al cierre del 2019. Para el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecerá un 1,4% en 2019.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a febrero de 2019 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: 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%
Deuda Externa Pública como % PIB (diciembre - 2018)	32,64%	Inflación mensual (enero- 2019)	0,47%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - dic 2018	-514,50	Inflación anual (enero - 2019)	0,54%
Reservas Internacionales (millones USD al 22 de febrero 2019)	3.521,91	Inflación acumulada (enero - 2019)	0,47%
Riesgo país (27 - febrero - 2019)	584,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 25 - febrero- 2019)	55,48	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

⁹ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2019_BOOK-ES-sp.pdf

¹⁰ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹² <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

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 exportaciones¹³. 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 interanual¹⁴.

Durante enero a diciembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 22.120,63 millones, siendo superior en 16,22% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 19.033,24 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (36,4%), bienes de consumo (13,8%), materias primas (11,6%), bienes de capital (11,1%) y productos diversos (47,8%). 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 diciembre de 2018 alcanzaron USD 21.606,13 millones, siendo superiores en 12,99% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 19.122,46 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -3,8%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 27,3%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 45 durante enero-diciembre 2017 a USD 59,6 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-diciembre de 2018 crecieron en 4,88% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 12.804,44 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 Unidos¹⁵, 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 crudo¹⁶. 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 país¹⁷. 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 diarios¹⁸.

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 (USD 54,66 a febrero 2019). La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

¹³ <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>

¹⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁵ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

¹⁶ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁷ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

¹⁸ <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opec/>

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)¹⁹ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias a enero de 2019 sumó USD 1.351,65 millones, siendo un -1,07% inferior a lo registrado en enero 2017 (USD 1.365,21 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 695,37 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 398,03 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 106,76 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 67,40 millones²⁰.

La **inflación** anual en enero de 2019 fue de 0,54%, 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 0,47%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de alimentos y bebidas no alcohólicas; transporte; y, muebles, artículos para el hogar y para la conservación del hogar.

En referencia al **salario nominal promedio**, a enero de 2019, se fijó en USD 459,61²¹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 394,00²². 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 108,80 a enero 2019²³. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a enero de 2019, ésta se ubicó en USD 719,88²⁴, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 735,47 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 102,17% 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%)²⁵. 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 laboral²⁶.

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

¹⁹ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

²⁰ <http://www.sri.gov.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201901.pdf>

²² <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

²³ 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.

²⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm>

²⁵ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2019/Enero-2019/Boletin_tecnico_01-2019-IPC.pdf

²⁶ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf

²⁷ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las 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 respectivamente²⁷.

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 5,67% para marzo de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,75%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,08%²⁸.

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 vivienda²⁹.

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)³⁰.

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 otros³¹.

Al mes de enero de 2019, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 36.889,8 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 5,94% superior en relación a enero de 2017 (USD 34.820,0 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta diciembre 2018 fue de USD 7.966,9 millones, que equivale al 7,28% del PIB³², conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de enero de 2019, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,9% del PIB³³, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 50.776 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 PIB³⁴.

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

²⁷ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIIT-2018.pdf>

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³² La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³³ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/02/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%ABlica-Enero-2019_finalOK.pdf

³⁴ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

exportaciones privadas, entre otros. Al 22 de febrero de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 3.521,91 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 externo³⁵. 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 país³⁶. 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 deuda³⁷.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios³⁸, 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 industrial³⁹, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís⁴⁰. 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 2017⁴¹.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, fue constituida en la ciudad de Guayaquil el 22 de noviembre de 1963, siendo inscrita en el Registro Mercantil el 13 de diciembre del mismo año. El 17 de abril de 1998 la compañía realizó el cambio de su denominación por MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, misma que fue inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón, el día 23 de junio de 1998. Posteriormente la compañía realizó varios cambios en sus estatutos sociales por concepto de aumento de capital, determinando que el último aumento de capital se concretó el 25 de noviembre de 2016, mediante escritura celebrada ante la Notaria Vigésimo Octava del Cantón Guayaquil, en donde se incrementó la suma de USD 13.000.000,00, mediante la emisión de 13.000.000,00 de nuevas acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una, alcanzando un capital suscrito al 31 de diciembre de 2016 de USD 60.186.184,00, el mismo que se ha mantenido hasta el 31 de enero de 2019.

Sus principales actividades son la importación y venta de camiones, automóviles, ensamblaje de furgonetas y repuestos para camiones y vehículos que comercializa, así como reparación y mantenimiento de camiones y vehículos.

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA tiene su matriz en la ciudad de Guayaquil, además se encuentra posicionada a nivel nacional, con más de 26 sucursales a nivel nacional ubicadas en Guayaquil, Quito, Ambato, Cuenca, Machala, Manta, Ibarra, Riobamba, Loja, Santo Domingo de los Tsáchilas, El Coca y Portoviejo, ofreciendo una amplia gama de productos de sus líneas de distribución Hino, Citroën, John Deere, Atlas Copco, Marangoni y Bridgestone, todas complementadas con servicios de postventa dirigidos especialmente a los

³⁵ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁶ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

³⁷ <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

³⁸ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

³⁹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

⁴⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

⁴¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

segmentos del transporte pesado, liviano y de trabajo con talleres especializados en las marcas Hino y Citroën, con repuestos genuinos, además poseen talleres de enderezado y pintura, una planta de rencauche y centros de servicios para vehículos multimarca, livianos y pesados.

Así también se debe destacar que MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA ha recibido desde su constitución diversos reconocimientos y acreditaciones desde el 2009 entre los cuales se resalta los siguientes: reconocido como el distribuidor con el mejor servicio técnico y los mejores almacenes de repuestos del año, otorgándoles el premio Service Department y Premio Parts Department of the Year; distinción como distribuidor de excelencia; mejor distribuidor de Latinoamérica de la marca Citroën; certificación ISO-9001:2008 por mejores prácticas aplicadas en su sistema de Gestión de calidad.

Adicionalmente la compañía mantiene contratos de distribución principalmente con Hino y Citroen, además con Dynapac Compactación Equipos AB, Bridgestone de Colombia S.A.S. y John Deere Construction & Forestry Company.

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, vende sus vehículos, maquinarias y repuestos a distribuidores y a clientes finales al contado y a crédito.

Propiedad, Administración y Buen Gobierno Corporativo

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA al 31 de enero de 2019 presentó un capital suscrito y pagado de USD 60,19 millones, el mismo que se encontró conformado por 60.186.184 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una, distribuidas como se muestra a continuación:

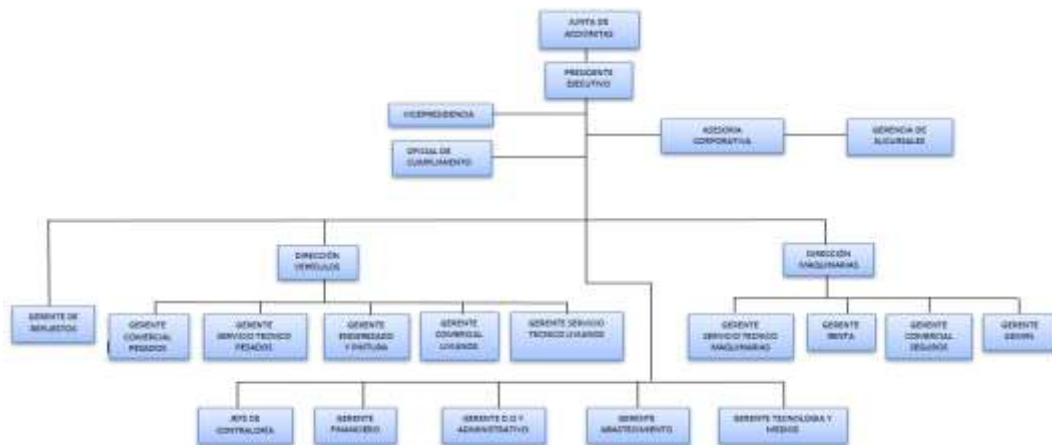
CUADRO 12: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación
Kléber Macleri Vaca Garzón	46.307.651	76,941%
Ecuatoriana de Motores MOTOREC	13.000.000	21,600%
María Gabriela Vaca Rodríguez	255.742	0,425%
Kléber Alejandro Vaca Rodríguez	255.741	0,425%
Desarrollo Empresarial Cia. Ltda. DEMPRESA	242.138	0,402%
Michael Norton Pérez	123.972	0,206%
Ricardo Homero Muirragui Jiménez	940	0,002%
Total	60.186.184	100,00%

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a su gobierno y administración, MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Presidente Ejecutivo, y por todos los demás funcionarios que la Junta General acuerde designar.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

La trayectoria y el reconocimiento de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan en los cuadros siguientes:

CUADRO 13: DIRECTORIO ADMINISTRATIVO

Cargo	Nombre
Presidente Directorio	kléber Macleri Vaca Garzón
Director Maquinaria John Deere	Andrés Hernan Santos Santos
Director Vehículos y Neumáticos	Jorge Xavier Flores Lozada
Director de Operaciones	Carlos Alberto Bravo Hernández

CUADRO 14: PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Kléber Vaca Garzón	Presidente Directorio
Édgar Méndez	Asesor Legal
María Gabriela Vaca Rodríguez	Asesor Corporativo
Olga de Vaca	Vicepresidente

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, no presenta lineamientos relativos a la práctica de Buen Gobierno Corporativo; sin embargo, existe un Directorio que está alineado a los requerimientos estratégicos, objetivos empresariales de la compañía y del mercado en el cual se desenvuelve.

Empleados

Los empleados de MAQUINARIA Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, al 31 de enero de 2019, llegaron a ser 854 personas, (843 a agosto de 2018), los cuales se encuentran distribuidos por áreas, así mismo se debe acotar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa que obstruyan el normal desarrollo de sus actividades, todo lo contrario, la compañía mantiene una relación positiva con sus empleados.

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 relacionadas⁴²

CUADRO 15: EMPRESAS VINCULADAS

COMPAÑÍA	TIPO DE RELACION	RELACION ESTRATEGICA
ECUATORIANA DE MOTORES CIA.LTDA.	ADMINISTRACION ACCIONARIAL	COMERCIAL
REENCAUCHADORA DEL PACIFICO S.A.	ADMINISTRACION ACCIONARIAL	COMERCIAL
QUALITYSEG S.A.	ADMINISTRACION ACCIONARIAL	COMERCIAL
INTERNACIONAL DE CONSTRUCCIONES S.A.	ADMINISTRACION ACCIONARIAL	COMERCIAL
HOLDING GRUPO MAVESA HGM S.A.	ADMINISTRACION ACCIONARIAL	COMERCIAL
COMPAÑÍA LATINOAMERICANA DE CARROCERIAS COLACA&CORP S.A.	ADMINISTRACION ACCIONARIAL	COMERCIAL

Fuente y elaboración: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA

Otros Aspectos de la Empresa

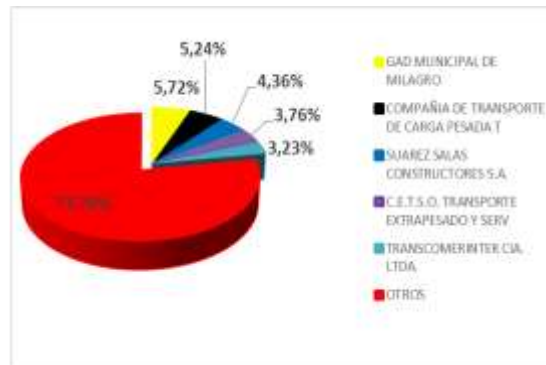
Clientes

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, cuenta con una amplia gama de productos que pone a disposición de sus clientes a nivel nacional. Con el fin de darle mayor valor a la marca, la empresa direccionó sus esfuerzos a satisfacer segmentos específicos de clientes, ofreciendo un valor superior al de la competencia con la calidad en la atención y el servicio.

⁴² Adicionalmente, la compañía posee inversiones en acciones en distintas compañías por un monto de USD 4.328,93, siendo la más representativa ELECTROQUIL S.A. y COBINSA CORPORACIÓN DE VEHÍCULOS S.A.

La compañía mantiene una amplia gama de clientes dentro de su portafolio debido al tipo de negocio en el que se desenvuelve. La participación de los clientes dentro de las ventas totales se encuentra adecuadamente dispersa, sin signos de concentración en pocos clientes, en conjunto los 5 principales clientes sumaron el 22,30% de las ventas totales para enero de 2019 (2,73% a diciembre de 2018).

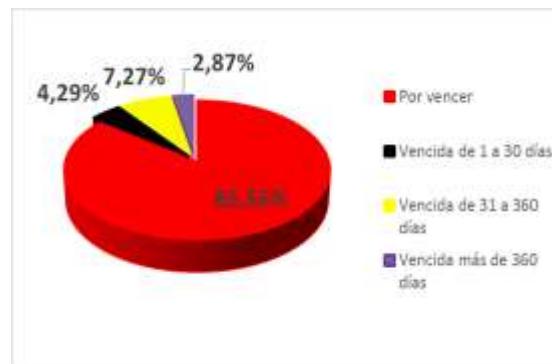
GRÁFICO 5: CLIENTES ENERO 2019



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Al realizar el análisis por antigüedad se puede apreciar que la cartera presenta una estructura similar a lo largo del periodo analizado, es así que al 31 de enero de 2019 la cartera por vencer representó el 85,56% y sumada la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, totalizó 89,85% lo que determinaría una calidad adecuada de la cartera de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA. La cartera vencida más de 360 días, sin embargo, fue de del 2,87%. Mientras que la cartera de 31 a 360 días fue de 7,27%.

GRÁFICO 6: ESTADO DE LA CARTERA (ENERO 2019)

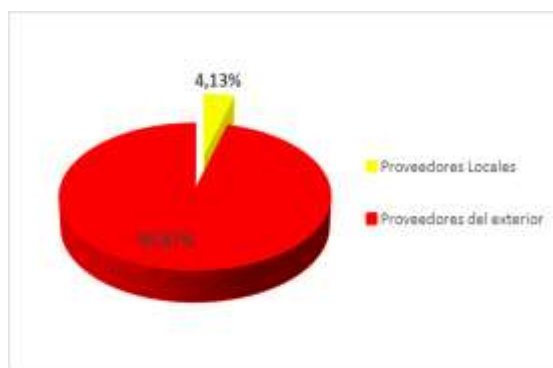


Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA mantiene la representación de proveedores locales e internacionales con plantas de producción en distintas partes del mundo, es decir tiene varios proveedores extranjeros que pueden satisfacer cualquier tipo de contingencia, uno de ellos es Hino, con quien mantiene un contrato mediante el cual se concede a MAVESA el derecho no exclusivo de distribución, comercialización y ensamblaje de los vehículos, así como el uso comercial del nombre Hino, así también posee un contrato que le garantiza el derecho a la importación no exclusiva con vehículos nuevos y piezas de recambio suministrados por Citroën.

GRÁFICO 7: PROVEEDORES (ENERO DE 2019)



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Estrategias y Principales Políticas de la Compañía

A continuación se detallan las principales estrategias de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA:

- Incrementar nuevas tecnologías con el propósito de mejorar la atención al cliente.
- Mantener la cobertura nacional e incrementarla.
- Seguir con el cumplimiento de nuevas exigencias de seguridad, así como también cumplir con las normas ambientales.
- Mantenerse en los volúmenes de postventa con el fin del siguiente año crecer.
- En la Matriz se mantiene un sistema de alta disponibilidad, en donde en caso de un percance, se activan inmediatamente nuevos servidores que impiden la paralización de las actividades. En la ciudad de Quito existen servidores de contingencia que en caso de un percance se habilitarían con los aplicativos para que la compañía siga operando.
- La compañía Implementó desde marzo de 2017 el nuevo ERP Jd Edwards (sistema de nube), con lo que se disminuye el riesgo de que se paralice la operación por eventos externos.
- La compañía Implementó desde marzo de 2017 el nuevo ERP Jd Edwards.

Política de Precios

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, posee la siguiente política de precios en:

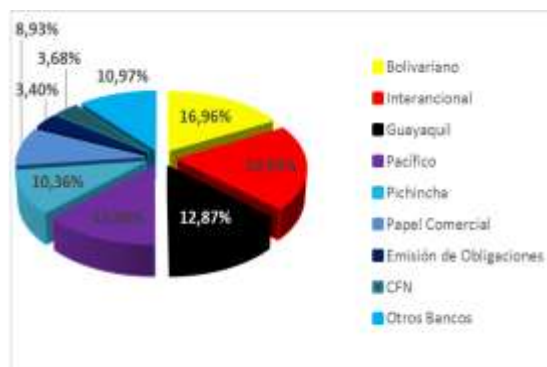
- Vehículos Hino / Maquinarias John Deere: El precio es determinado en función de las acciones y reacciones de la competencia.
- Repuestos Hino: El precio es determinado en función de cubrir un margen establecido, el cliente valora el repuesto original para su herramienta de trabajo.
- Vehículos Citroën: El precio es fijado en función de cubrir un margen establecido en base al comportamiento de compra de un cliente de gama alta.
- Repuestos Citroën: El precio se fija en función de un margen establecido en base al comportamiento de compra de un cliente de gama alta.
- Neumáticos: El precio es establecido en función de cubrir el costo y establecer relaciones con nuevos clientes y nuevos segmentos, atendiendo la demanda en relación a la competencia.

Política de Financiamiento

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, a lo largo de los años, ha financiado sus operaciones en mayor proporción con pasivos, determinando de esta manera que al 31 de enero de 2019 su índice de apalancamiento se registró en 1,11 veces, no obstante, el patrimonio también registró una importante participación dentro del financiamiento de activos (47,34%).

La deuda con costo principalmente se encuentra conformada por instituciones financieras con el 87,68% de la deuda financiera y Mercado de Valores con el 12,32%. Se debe mencionar que la mayoría de deudas que contrae la empresa son de corto plazo:

GRÁFICO 8: DETALLE DE LA DEUDA CON COSTO (ENERO 2019)



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

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

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, al ser una empresa direccionada al sector automotriz, y al establecerse como el concesionario con proveedores internacionales en su mayoría, se encuentra regulada por las normas internacionales ISO 9001: 2008. No obstante, la empresa procedió a actualizar el certificado al ISO 9001:2015.

Así mismo presenta las regulaciones tradicionales, las mismas que están definidas por diferentes entes gubernamentales, los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones, así tenemos al Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, IESS, Ministerio de Relaciones Laborales, Aduanas, entre otros.

Adicionalmente, MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA está sujeta a regulaciones impuestas por el Comité de Comercio Exterior (COMEX).

Riesgo Legal

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA registra 4 juicios, de los cuales 3 se encuentran archivados 1 se encuentra en proceso de devolución de dinero para la empresa, por un monto de USD 600,00.

Liquidez de los títulos

Con fecha 23 de noviembre de 2018, SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV, inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, logrando colocar hasta el 18 de enero de 2019, la suma de USD 1,77 millones de la Clase C y USD 2,00 millones de la Clase D, lo que representa el 94,14% (USD 3,77 millones) del total aprobado.

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA., ha participado anteriormente en el Mercado de Valores, tal como se muestra a continuación:

CUADRO 16: EMISIONES (USD)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de Capital 31-ENE-2019
I Emisión de Papel Comercial	2016	SCVS-INMV-DNAR-16-0006333	10.000.000	Cancelado
II Segundo Papel Comercial	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00010171	8.000.000	8.000.000,00
I Emisión de Obligaciones	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00010175	4.000.000	4.000.000,00

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / 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 17: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Transacciones	Monto Negociado	Número Días Bursátiles	Presencia Bursátil Nacional
ago-18	0	-	22	-
sep-18	0	-	20	-
oct-18	0	-	22	-
nov-18	3	31.000,00	20	0,15
dic-18	9	1.380.700,00	18	0,50
ene-19	3	1.630.000,00	22	0,14

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. BVG / 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.

Eventos Importantes

- Según información de la administración, la compañía inauguró agencias en las ciudades de Portoviejo y Santo Domingo.
- La compañía incrementó las ventas de la empresa en Manabí, en función de proyectos de reconstrucción de las zonas afectadas.
- Según información de la administración se abrió nuevas agencias en las ciudades de Loja e Ibarra.

Situación del Sector

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. De este modo, el sector automotriz integra a diferentes actores, tanto para las firmas autopartistas proveedoras de partes y piezas; así como para las ensambladoras que son las firmas que imponen los estándares productivos de la cadena.

De acuerdo con datos publicados por la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE)⁴³ en su página web, de enero a diciembre del año 2018 se vendieron un 30,98% más que en diciembre del 2017. Para enero de 2019 el número de unidades vendidas fue de 10.364, mientras que a enero de 2018 se vendieron 10.578 unidades. Por otro lado, es necesario mencionar que, del total de ventas de unidades de enero de 2019, dentro de los vehículos livianos (automóviles, camionetas, SUV) las marcas más representativas fueron Chevrolet con el 35% del total de ventas y Kia con el 16% del total de ventas. Además, dentro del segmento de vehículos comerciales (VAN, Camiones y Buses) las marcas representativas fueron Hino con el 30% y Chevrolet con el 20%. A continuación, se presenta un detalle de lo mencionado:

⁴³ <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2019/03/boletin%2030%20espanol%20resumido.pdf>

GRÁFICO 9: VENTA TOTAL DE VEHÍCULOS (UNIDADES) ENE-2019

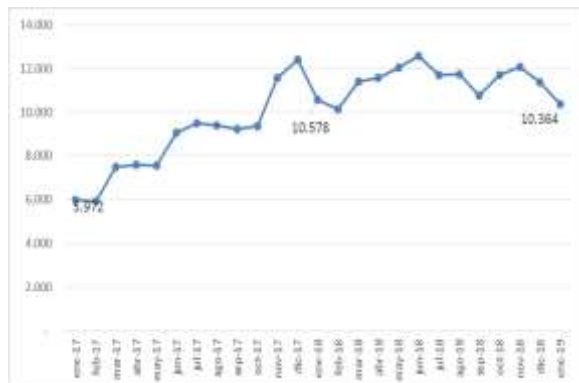
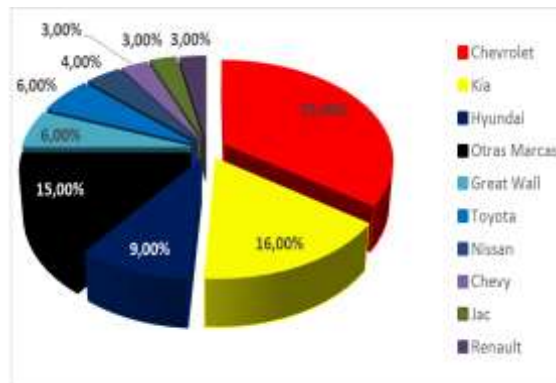


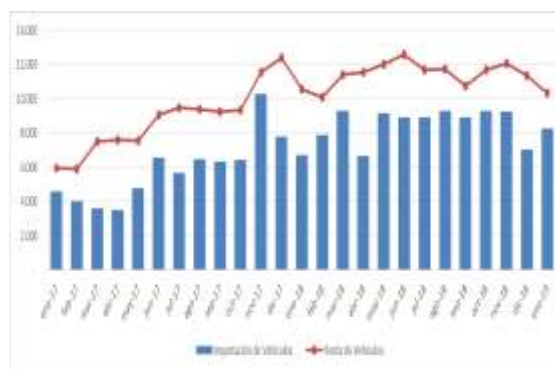
GRÁFICO 10: VENTA DE VEHÍCULOS LIVIANOS (UNIDADES) ENE-2019



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

Se han importado 101.416 automóviles en el año 2018; de los cuales se han vendido una cantidad de 137.635⁴⁴ vehículos.

GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DE LA IMPORTACIÓN Y VENTA DE VEHÍCULOS (ENERO 2019)⁴⁵



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

La barrera de entrada que presenta este sector es la necesidad de un alto capital de trabajo para la adquisición de vehículos, matrículas, seguros, accesorios, mantenimiento, entre otros. 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 (contratos a largo plazo con clientes, proveedores, otros).

Expectativas

La Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (Aeade) prevé una caída en ventas del 9% en relación al 2018, que cerró con 137.615 unidades, la cifra más alta desde el 2012. Para este año, el gremio calcula vender 125.293 unidades. Para Genaro Baldeón, presidente de la Aeade, uno de los factores que explica esta caída es que ya no existe una demanda represada como en años anteriores, además de que la economía del país no tendrá un crecimiento significativo. En el 2017 y 2018, en cambio, el mercado venía respondiendo a la demanda represada de los años 2015 y 2016, en los que la industria estaba restringida con cupos por unidades y valor para importar y las salvaguardias arancelarias a los productos traídos del exterior.⁴⁶

⁴⁴ <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2018/08/boletin%202018%20espanol%20resumido.pdf>

⁴⁵ La información mencionada, es la última información obtenida de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE)

⁴⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/industria-automotriz-ventas-caida-aeade.html>

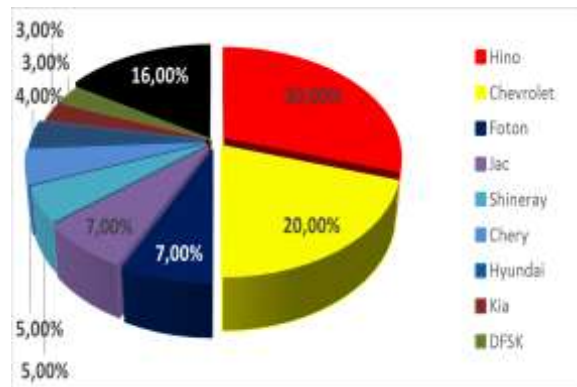
Posición Competitiva de la Empresa

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA distribuye en el Ecuador productos Hino, que ocupa el 30% del mercado de vehículos comerciales a enero de 2019, John Deere y Atlas Copco, con la marca Citroën MAVESA S.A. es distribuidor único de vehículos y repuestos. La empresa tiene una cobertura nacional a través de sus agencias⁴⁷.

La principal marca que distribuye MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, es Hino. Por otro lado, la entrada de algunas marcas chinas con costos menores al inicio de su entrada lograron la atención del mercado, sin embargo por su falta de servicio postventa y la baja calidad de sus productos sirvió para reafirmar la preferencia por la marca Hino. En relación a otras marcas el mercado reconoce que la capacidad real de carga de una unidad Hino supera el 20% a su especificación, lo que no sucede con marcas chinas o americanas.

La empresa en los últimos años, ha direccionando sus esfuerzos en satisfacer segmentos específicos de clientes, ofreciendo un valor superior al de la competencia con la calidad de atención y servicio.

GRÁFICO 12: VENTA DE VEHÍCULOS COMERCIALES (UNIDADES) ENE-2019



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating S.A.

La principal competencia es la compañía Teojama Comercial S.A., la misma que comercializa a nivel nacional la marca HINO, principal rubro de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 18: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Marcas reconocidas en el medio.	Nuevas tecnologías mejoran atención al cliente.
Cobertura a nivel nacional.	Obtener una mayor eficiencia operativa con el nuevo ERP.
Personal directivo experimentado y con conocimiento del negocio.	Unidades que cumplen con nuevas exigencias de seguridad.
En constante innovación con apoyo de fábrica.	Unidades que cumplen con nuevas exigencias ambientales.
Personal motivado por estabilidad laboral.	Baja de aranceles en vehículos europeos
DEBILIDADES	AMENAZAS
ERP actual en proceso de estabilización de procesos.	Constantes cambios a la legislación.
Altos costos de operación.	Liquidez en los mercados por baja en precio del petróleo.
Concentración de financiamiento en el corto plazo.	Bajo poder de negociación con proveedores.

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating S.A.

⁴⁷ <http://www.aeade.net/servicios/sobre-el-sector-automotor/>; <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2018/03/boletin%2018%20espanol%20resumido.pdf>

Riesgo operacional

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, temas de legislación, economía internacional, políticas internas, entre otros.

Uno de los riesgos a los que se expone MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA de acuerdo a las actividades que desempeña, se encuentra asociado a la posibilidad de que el Gobierno ecuatoriano imponga nuevas regulaciones y restricciones al sector automotriz, específicamente en lo referente a la importación de vehículos, cambios de licencias a cupos, así como impuestos al CKD, ya que si bien es cierto que mejoró la importación de vehículos a partir de enero del 2017 debido a la reducción de las restricciones a cupos de importación, esto ocasionó problemas en las entidades que ensamblan autos en el Ecuador.

De igual manera y para asegurar, que ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, afecten la operación de la compañía, MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA ha suscrito pólizas de seguro que cubren contra todo riesgo, con vigencia hasta septiembre de 2019⁴⁸.

Las ventas de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA se desprenden en parte de créditos directos otorgados a sus clientes, por lo cual la compañía presenta un riesgo de tipo crediticio; sin embargo, con la finalidad de mitigar este evento, la compañía mantiene políticas de crédito directo y aceptación de clientes, relacionadas con límites de crédito, capacidad de endeudamiento, central de riesgos, comportamiento de pago, garantías, entre otras, con la finalidad de hacer una buena calificación a sus clientes potenciales.

La empresa dispone de una organización y de sistemas de información, que permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.

El flujo de información, específicamente de información financiera y contable, generada y reportada de manera individual por los diversos establecimientos, contribuye a que la compañía pueda evaluar de mejor manera sus resultados y optimice la toma de decisiones.

En relación al riesgo operacional referente a la provisión de mercadería y suministros, la compañía maneja políticas de relaciones a largo plazo con sus proveedores, lo cual garantiza la provisión, con planes de contingencia debidamente analizados. Otro factor de ocurrencia podría ser una mala negociación o políticas gubernamentales, entre las más relevantes.

Así mismo, la política de inventarios garantiza la disponibilidad de sus productos ya que su stock de mercadería es controlado eficientemente por su sistema de inventarios.

La demanda de los productos y servicios que ofrece la compañía está ligada al desarrollo económico de los sectores productivos del país y de la economía en general. Por lo tanto, en un eventual escenario de crisis económica que afecte los niveles de producción y de ingresos de sus principales clientes, la compañía tendría un efecto negativo en los ingresos por ventas.

Ecuador no se encuentra al margen de la influencia del contrabando y muchos comerciantes inescrupulosos han optado por esta vía para ingresar ilegalmente mercancías al país, las mismas que son negociadas en el llamado mercado negro, lo cual puede afectar a la compañía en la línea de repuestos principalmente.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA**, se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2015, 2016 y 2017 junto

⁴⁸ La póliza de transporte importaciones tiene vigencia hasta octubre de 2019.

a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 31 de enero de 2018, 31 de diciembre de 2018 y 31 de enero de 2019.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA a partir del año 2015 presentaron un comportamiento decreciente debido al momento económico que atravesó el país, es así que luego de haberse ubicado en USD 195,41 millones en 2015, los ingresos disminuyeron a USD 124,50 millones para diciembre de 2016. Al cierre de 2017, los ingresos se ubicaron en USD 187,01 millones, teniendo un importante crecimiento del 50,20% en relación a 2016, lo que obedece a la eliminación de cupos máximos de importación de autos, sumado a la reducción del IVA y eliminación de salvaguardias. Para diciembre de 2018, los ingresos totalizaron USD 200,46 millones, con un crecimiento de 7,19% frente a su similar periodo 2017, efecto de una recuperación del sector automotriz en general, en donde existió un comportamiento positivo de la demanda represada de años anteriores y una política comercial de mayor apertura.

Para los periodos interanuales (enero de 2018 y enero de 2019) los ingresos pasaron de USD 12,45 millones a USD 16,97 millones, respectivamente, denotando un crecimiento significativo de 36,31%, en donde se observó que la línea de HINO y Citroën tuvieron un incremento de 40,34% y 39,09% respectivamente.

Dentro de sus registros financieros, la empresa contempla costos de ventas conformado por costo de mercaderías vendidas y servicios prestados y costos en servicios de talleres, que en conjunto mantuvieron una representación estable sobre los ingresos, pues luego de significar el 77,36% en 2015, pasaron a un 77,09% en 2018 (76,61% en enero de 2019).

Lo anterior implicó una ligera mejoría del margen bruto, que pasó de representar el 22,64% en 2015 al 22,91% en 2018 (23,39% en enero de 2019).

El hacer frente a la situación coyuntural que atraviesa el país, demandó recursos para reforzar la operación, principalmente en los gastos de ventas. Como consecuencia, los gastos operacionales presentaron una tendencia creciente hasta el año 2016, es así que pasaron de significar el 19,36% de los ingresos en el año 2015 a un 28,46% en el año 2016. Al cierre de 2017 los gastos operacionales se redujeron a un 24,04% de los ingresos ordinarios y para el año 2018 los ingresos representaron el 21,44% de los ingresos (22,43% de los ingresos en enero de 2019). A pesar de las variaciones mencionadas, se evidencia cierta eficiencia en la administración de sus recursos.

El margen operativo de la empresa, presentó un comportamiento decreciente, hasta el año 2016, en donde, la empresa registra una pérdida operativa (-7,21% de los ingresos), producto de la importante reducción en sus ingresos y el registro de gastos no habituales como: Liquidaciones a empleados, gastos por transporte y almacenaje en depósitos comerciales, proyecto de construcción de viviendas para familias afectadas en Manabí y la contribución solidaria sobre utilidades. En este punto es importante mencionar que la compañía con la finalidad de mejorar su margen operacional procedió a renegociar varios contratos logrando generar un ahorro en los siguientes rubros: Arriendos de agencias, seguridad externa, publicidad y servicios de atención médica. Como consecuencia de lo anterior, para el año 2017, la compañía registró una importante recuperación; sin embargo, todavía con pérdida operacional (-1,10% de los ingresos). Para el año 2018, el margen operativo se recuperó al presentar una participación de 1,48% sobre los ingresos, como efecto que mayores ventas y un manejo más eficiente de sus costos y gastos.

Al 31 de enero de 2019, el margen operativo de la empresa fue mayor al registrado en su similar, cuando significó el 0,96% de los ingresos (-4,74% de los ingresos en enero de 2018), gracias a una administración más eficaz de sus gastos.

GRÁFICO 13: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

A partir del año 2017, la representación de los gastos financieros frente a los ingresos se mantuvo dentro del rango del 4%, lo que hace evidente un manejo estable en sus políticas de financiamiento.

Luego de sumar el rubro otros ingresos, donde se registran los intereses ganados por el financiamiento que la compañía otorga a sus clientes por la venta a crédito de vehículos, y descontar el pago de impuestos y otros egresos no operacionales, la compañía presentó un margen neto decreciente hasta el año 2016, pues luego de haber significado un 3,30% de los ingresos en 2015, bajó a un irrelevante 0,11% de los ingresos, mientras que en diciembre de 2017 este significó un 0,14% de los ingresos. Para el año 2018, la empresa arrojó una utilidad antes de impuestos que significó el 1,13% de los ingresos (0,40% de los ingresos a enero de 2019).

Se debe acotar que la compañía abrió nuevas agencias en Portoviejo, Loja, Ibarra y Santo Domingo durante el año 2017, las mismas que contribuyen en forma importante a las ventas de la compañía. Por otro lado, la reducción de las salvaguardias y la apertura con Europa son aspectos considerados por la compañía para cumplir con los objetivos y metas planteadas para retomar los niveles de ventas históricos del Grupo MAVESA.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

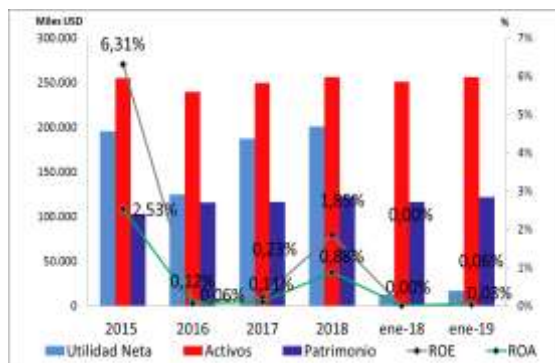
Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre patrimonio (ROE), se recuperan levemente a partir del año 2016, como efecto del crecimiento de su utilidad.

Para enero 2018, no existió rentabilidad alguna, debido a la escasa utilidad neta, sin embargo, para enero de 2019 supera ínfimamente lo reportado en el periodo anterior, pero sigue siendo inferior a uno.

CUADRO 19, GRÁFICO 14: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2015	2016	2017	2018
ROA	2,53%	0,06%	0,11%	0,88%
ROE	6,31%	0,12%	0,23%	1,85%

Ítem	Ene-18	Ene-19
ROA	0,00%	0,03%
ROE	0,00%	0,06%



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

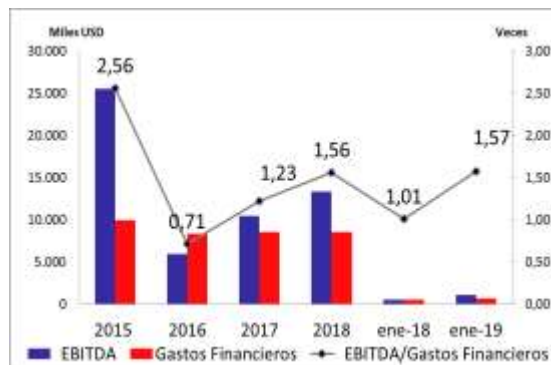
El EBITDA⁴⁹ (acumulado) de la compañía presentó un comportamiento creciente desde el año 2016, significando el 4,79% de los ingresos en ese año a 6,65% de los ingresos en 2018, en parte gracias a la recuperación paulatina de su margen operativo. Esto demuestra una mejoría en la cobertura de sus gastos financieros frente a lo reportado históricamente.

Para enero de 2019, la recuperación del EBITDA (acumulado) se hizo más evidente al significar el 6,59% de los ingresos, frente a un 4,54% de los ingresos en enero de 2018, rubro que le permitió cubrir sus gastos financieros de manera aceptable.

CUADRO 20, GRÁFICO 15: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
EBITDA	25.518	5.968	10.501	13.333
Gastos Financieros	9.974	8.348	8.571	8.539
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,56	0,71	1,23	1,56

Ítem	Ene-18	Ene-19
EBITDA	566	1.118
Gastos Financieros	560	710
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,01	1,57



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales presentaron una tendencia creciente a partir del año 2016, pasando de USD 239,38 millones a USD 256,37 millones en 2018 y USD 256,33 millones en enero de 2019, lo que obedece al incremento en sus activos por impuestos corrientes y propiedad, planta y equipo como consecuencia de la apertura de nuevas agencias.

La estructura de los activos presenta una participación mayoritaria de los activos corrientes, pero con tendencia decreciente, lo que derivó en que al final del periodo la situación se invierta y pasen a ser los de tipo no corriente los más relevantes, es así que a diciembre de 2018, éstos significaron el 53,63% de los activos totales, mientras que a enero de 2019 representaron el 52,57%.

El principal rubro de los activos fue las cuentas por cobrar clientes, que entre corrientes y no corrientes a 31 de enero de 2019 alcanzaron un porcentaje de 37,03% sobre el total de activos (38,63% a diciembre de 2018); le sigue propiedad, planta y equipo con el 35,25% (35,30% a diciembre de 2018) y en tercer lugar inventarios con el 20,13% (18,62% a diciembre de 2018).

En cuanto al manejo de cuentas por cobrar, la compañía mantiene claramente definidos escalas de aprobación para otorgar cupo y plazos de crédito, siendo el máximo órgano el Comité de Crédito, los principales clientes de la compañía en cuanto a su cartera son HINO y CITROEN. Por su parte los inventarios de la compañía se encuentran conformados principalmente por: maquinaria, camiones y automóviles, repuestos, trabajos en proceso y mercaderías en tránsito.

Propiedad, planta y equipo, sin tomar en cuenta la depreciación, se encuentra conformado principalmente por terrenos, edificios e instalaciones, maquinarias y equipos, obras en proceso, entre otros; es importante mencionar que la compañía durante 2014 adquirió terrenos ubicados en las ciudades de Quito y Machala, también realizó la adquisición de equipos de transmisión y realizó importantes adecuaciones, mientras que en

⁴⁹ En el cálculo del EBITDA se incluyeron los ingresos financieros, por cuanto a pesar de ser no operativos, son recurrentes y se encuentran íntimamente ligados a la actividad de la empresa.

2015 realizó la compra de terrenos en Quito por la suma de USD 1,98 millones, adquirió vehículos y realizó adecuaciones en un terreno en Santo Domingo por USD 0,51 millones.

Dentro de los activos también se aprecia el rubro, activos intangibles, que corresponde principalmente a costos incurridos para la adquisición de licencias ERP JD EDWARDS, en función de lo mismo en el pasivo se registra un rubro importante por la compra del software.

Es importante mencionar que la Junta General de Accionistas de la compañía autorizó en 2015 la transferencia de 1.000.000 de acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una, que mantenía en la compañía REENCAUCHADORA DEL PACÍFICO S.A. RENPACIFSA, para extinguir una parte del pasivo que mantenía con Ecuatoriana de Motores Cía. Ltda. MOTOREC, por un valor de USD 0,24 millones.

Pasivos

El pasivo es la principal fuente de financiamiento de los activos de MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA, misma que mantuvo una tendencia relativamente estable, puesto que pasó de un 51,70% de los activos en 2016 a un 52,37% en 2018 y 52,65% de los activos en enero de 2019.

La deuda financiera es el principal rubro en la estructura del pasivo, aunque su tendencia fue decreciente desde el 46,01% de los activos en 2015 hasta un 34,72% en 2018 y un 34,95% a enero de 2019. La segunda cuenta en importancia fue la de proveedores con el 10,65% de los activos a diciembre de 2018 (10,41% de los activos a enero de 2019).

Las obligaciones bancarias de la compañía están conformadas por deudas tanto con instituciones bancarias locales como del exterior, estos créditos se encuentran garantizados con hipotecas sobre terrenos y edificios, y prendas comerciales sobre inventarios.

En cuanto al rubro proveedores este se encuentra conformado tanto por proveedores del exterior como por proveedores locales, a los proveedores del exterior la compañía compra maquinarias, camiones, repuestos para camiones y neumáticos, mientras que los proveedores locales proporcionan a la empresa de seguros de vehículos, servicios profesionales, tolvas, entre otros.

Hasta 2015 la compañía reportó un exceso de pasivos corrientes sobre activos corrientes, producto principalmente de la ampliación del crédito a sus clientes; sin embargo, con la finalidad de mejorar la posición de su capital de trabajo, la compañía había estimado hasta junio de 2016 capitalizar mediante compensación de créditos la cuenta por pagar con su relacionada MOTOREC por aproximadamente USD 13,00 millones⁵⁰. Proceso que se completó para finales del año 2016.

Patrimonio

La compañía presentó un importante respaldo por parte de su patrimonio, pues pasó de USD 102,28 millones (40,12% de los activos) en 2015 a USD 122,11 millones (47,63% de los activos) en 2018, mientras que a enero de 2019, totalizó USD 121,36 millones (47,34% de los activos), producto del crecimiento de resultados acumulados.

El capital social de la compañía presentó un incremento entre los años 2015 y 2016, pasando de USD 46,30 millones (18,16% de los activos) a una suma significativa de USD 60,19 millones (25,14% de los activos), manteniéndose este último rubro a diciembre de 2018 y enero de 2019, financiando para ambos periodos el 23,48% de los activos. Estos resultados demuestran el compromiso de los accionistas sobre la operación.

Después del capital social, se posicionan los resultados acumulados, pues a diciembre de 2018, financiaron el 16,93% de los activos y para enero de 2019 el 17,44%.

⁵⁰ Información tomada del informe de auditoría externa del periodo diciembre 2015.

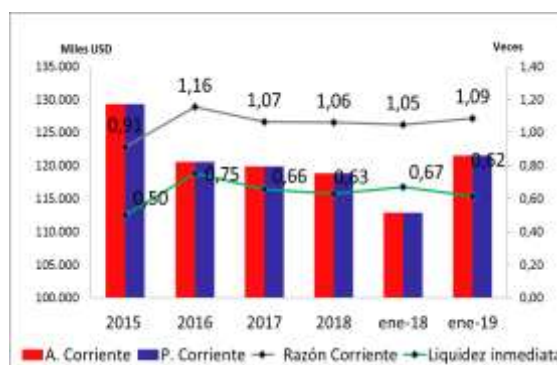
Flexibilidad Financiera

A partir del año 2016 presentó indicadores de liquidez superiores a la unidad, lo que demuestra que los activos corrientes superan los pasivos de corto plazo, situación que determina que la compañía está en capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos líquidos. Permitiéndole además generar un capital de trabajo positivo, que en el año 2018 representó el 2,66% del total de activos y un 3,83% a enero de 2019.

CUADRO 21, GRÁFICO 16: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	129.343	120.557	119.852	118.892
Pasivo Corriente	141.376	104.323	112.450	112.080
Razón Circulante (veces)	0,91	1,16	1,07	1,06
Liquidez Inmediata (veces)	0,50	0,75	0,66	0,63

Ítem	Ene-18	Ene-19
Activo Corriente	112.906	121.566
Pasivo Corriente	107.643	111.743
Razón Circulante (veces)	1,05	1,09
Liquidez Inmediata (veces)	0,67	0,62



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

El periodo de cobros demostró cierta mejoría, pues pasó de 126 días en 2017 a 105 días en 2018, producto de una mejor gestión en la recuperación del crédito otorgado.

Por otro lado, al referirnos al indicador “Plazo de Proveedores” (periodo de pago a proveedores), este pasó de 54 días en 2017 a 65 días en 2018.

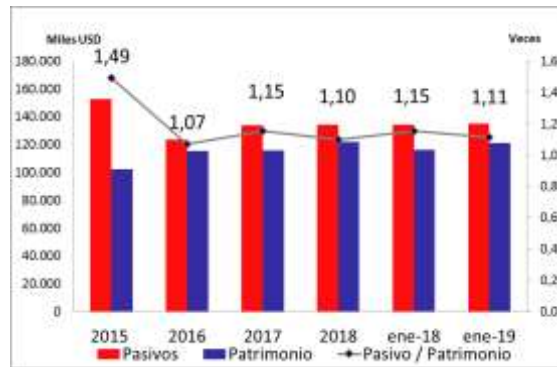
Después de lo descrito se pudo evidenciar que existe un descalce entre el tiempo de cobranza de sus facturas y el pago a sus proveedores, de tal manera que el crédito de proveedores no cubre el crédito que la empresa otorga a sus clientes. El descalce pasó de 71 días en 2017 a 40 días en 2018.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que la compañía mantuvo sus existencias en bodega por un plazo aproximado creciente hasta de 154 días en 2016 y para 2018 se redujo a 113 días tras la dinamización de las ventas.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento con un endeudamiento moderado mediante el uso de fuentes externas a la empresa, presentando además un comportamiento decreciente durante el periodo analizado, tal como se evidencia a continuación.

GRÁFICO 17: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

El indicador pasivo total / EBITDA (anualizado) presentó un comportamiento decreciente a partir del año 2016, pasando de 20,74 años a 10,07 años en 2018 y 9,72 años en enero de 2019, evidenciando que este sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones con la generación de recursos propios.

Por su parte, el indicador Deuda Financiera / EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 6,68 años a diciembre de 2018, mientras que para enero de 2019, la relación fue de 6,45 años.

Contingentes

MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA no reporta operaciones en el sistema financiero nacional como codeudor o garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵¹

Durante noviembre 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

⁵¹ <https://portal.superacias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2015	2016	2017	ene-18	2018	2019
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	450	5.324	3.583	1.181	2.566	739
Cuentas por cobrar clientes	70.304	61.078	56.973	64.449	54.406	52.798
Provisión cuentas incobrables	(2.886)	(2.726)	(2.791)	(2.861)	(2.882)	(2.896)
Inventarios	58.406	41.372	45.748	39.117	47.739	51.604
Otros Activos Corrientes	3.069	15.508	16.338	11.019	17.062	19.321
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	129.343	120.557	119.852	112.906	118.892	121.566
Propiedad, planta y equipo neto	71.612	71.219	87.817	88.355	90.505	90.364
Cuentas por cobrar a largo plazo	51.622	44.968	39.541	46.963	44.638	42.128
Otros Activos No Corrientes	2.331	2.639	2.562	2.357	2.339	2.271
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	125.565	118.827	129.920	137.676	137.482	134.762
TOTAL ACTIVOS	254.908	239.384	249.772	250.582	256.374	256.328
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	99.480	68.725	67.848	63.661	62.885	61.822
Proveedores locales y del exterior	16.266	17.317	21.424	23.455	27.316	26.679
Otros Pasivos Corrientes	25.630	10.897	13.672	10.527	13.526	14.481
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	141.376	104.323	112.450	107.643	112.080	111.743
Préstamos (Deuda bancaria LP)	6.964	15.657	17.325	17.324	17.787	19.009
Otros Pasivos No Corrientes	4.287	3.778	4.069	9.309	4.393	4.217
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	11.251	19.435	21.394	26.633	22.180	23.227
Deuda Financiera	117.271	91.766	94.680	90.985	89.025	89.592
Deuda Financiera C/P	110.307	76.109	77.354	73.661	71.238	70.583
Deuda Financiera L/P	6.964	15.657	17.325	17.324	17.787	19.009
TOTAL PASIVOS	152.627	123.758	133.844	134.276	134.260	134.970
PATRIMONIO						
Capital Social	46.296	60.186	60.186	60.186	60.186	60.186
Reservas	8.334	8.348	8.375	8.348	8.368	8.508
Aportes futura capitalización	147	0	0	0	0	0
Utilidad neta del ejercicio	6.455	134	268	2	2.258	67
Resultados acumulados	41.048	46.957	47.099	47.770	51.302	52.598
TOTAL PATRIMONIO	102.281	115.626	115.927	116.306	122.114	121.359

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2015	2016	2017	ene-18	2018	ene-19
Ventas	195.405	124.502	187.007	12.452	200.456	16.974
Costo de ventas	151.169	98.037	144.114	9.637	154.523	13.004
MARGEN BRUTO	44.235	26.465	42.893	2.815	45.933	3.970
TOTAL GASTOS	37.834	35.437	44.949	3.406	42.974	3.807
UTILIDAD OPERACIONAL	6.402	(8.972)	(2.056)	(591)	2.958	163
Gastos Financieros	9.974	8.348	8.571	560	8.539	710
Otros ingresos/egresos no operacionales, netos	12.818	19.386	12.152	1.153	7.839	614
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.	9.246	2.065	1.525	2	2.258	67
Impuesto a la Renta (menos)	2.791	1.931	1.257	0	0	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	6.455	134	268	2	2.258	67

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2015	2016	2017	ene-18	2018	ene-19
Gastos Operacionales / Ingresos	19,36%	28,46%	24,04%	27,35%	21,44%	22,43%
Utilidad Operacional / Ingresos	3,28%	-7,21%	-1,10%	-4,74%	1,48%	0,96%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	3,30%	0,11%	0,14%	0,02%	1,13%	0,40%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	99,18%	-6678,19%	-767,92%	-28027,66%	131,02%	243,38%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	198,58%	14429,73%	4539,10%	54676,61%	347,18%	913,95%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	154,52%	6214,20%	3201,60%	26548,95%	378,20%	1057,33%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	6,31%	0,12%	0,23%	0,00%	1,85%	0,06%
Rentabilidad sobre Activos	2,53%	0,06%	0,11%	0,00%	0,88%	0,03%
Liquidez						
Razón Corriente	0,91	1,16	1,07	1,05	1,06	1,09
Liquidez Inmediata	0,50	0,75	0,66	0,67	0,63	0,62
Capital de Trabajo	-12.033	16.234	7.402	5.263	6.812	9.823
Capital de Trabajo / Activos Totales	-4,72%	6,78%	2,96%	2,10%	2,66%	3,83%
Cobertura						
EBITDA	25.518	5.968	10.501	566	13.333	1.118
EBITDA anualizado	25.518	5.968	10.501	6.786	13.333	13.886
Ingresos	195.405	124.502	187.007	12.452	200.456	16.974
Gastos Financieros	9.974	8.348	8.571	560	8.539	710
EBITDA / Ingresos	13,06%	4,79%	5,62%	4,54%	6,65%	6,59%
EBITDA/Gastos Financieros	2,56	0,71	1,23	1,01	1,56	1,57
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,05	-0,10	-0,02	-0,01	0,03	0,00
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	5,10	-39,77	0,68	12,60	2,85	-98,29
Gastos de Capital / Depreciación	1,87	-0,06	5,88	2,37	1,70	-0,57
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	1,49	1,07	1,15	1,15	1,10	1,11
Activo Total / Capital Social	5,51	3,98	4,15	4,16	4,26	4,26
Pasivo Total / Capital Social	3,30	2,06	2,22	2,23	2,23	2,24
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	4,60	15,38	9,02	13,41	6,68	6,45
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	5,98	20,74	12,75	19,79	10,07	9,72
Deuda Financiera / Pasivo	76,83%	74,15%	70,74%	67,76%	66,31%	66,38%
Deuda Financiera / Patrimonio	114,66%	79,36%	81,67%	78,23%	72,90%	73,82%
Pasivo Total / Activo Total	59,88%	51,70%	53,59%	53,59%	52,37%	52,65%
Capital Social / Activo Total	18,16%	25,14%	24,10%	24,02%	23,48%	23,48%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	40,12%	48,30%	46,41%	46,41%	47,63%	47,34%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	126	191	126	153	105	103
Duración de Existencias (días)	141	154	116	126	113	123
Plazo de Proveedores (días)	39	64	54	75	65	64

Fuente: MAQUINARIAS Y VEHÍCULOS S.A. MAVESA / Elaboración: Class International Rating