Class International Rating
CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO MAREAUTO S.A.

Quito - Ecuador
Sesión de Comité No. 013/2019, del 31 de enero de 2019
Información Financiera cortada al 30 de noviembre de 2018

Analista: Ing. Andrea Salazar
andrea.salazar@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

MAREAUTO S.A. tiene como actividad económica principal el alquiler de vehículos a corto y largo plazo. Para su operatividad la compañía cuenta con la más moderna flota de unidades, conformada por más de 2.000 vehículos y con presencia a nivel nacional con 10 agencias. Además cuenta con talleres calificados para mantenimiento técnico en Quito y Guayaquil, así como puntos de operación in situ en la Amazonía.

Revisión
Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2015.918 del 8 de mayo de 2015

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 013/2019 del 31 de enero de 2019 decidió otorgar la calificación de **"AAA-" (Triple A menos)** a la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo MAREAUTO S.A. por un monto de diez millones de dólares (USD 10'000.000,00).

Categoría AAA: "Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general".

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

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

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

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de MAREAUTO S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- MAREAUTO S.A. es una empresa líder de mercado en el alquiler de vehículos a nivel nacional, es así que, al cierre de diciembre de 2017, en la línea de negocio de alquiler diario, MAREAUTO registró una participación del 47,00% en el mercado, porcentaje definido en base al número de vehículos; su otra línea de negocio, alquiler de flota, registró una participación del 37,00% en el mercado, así mismo definido en base al número de vehículos.
- En lo que va del año 2018, AVIS, fue nombrada como la rentadora favorita por los clientes por segundo año consecutivo en los aeropuertos de Quito y Guayaquil.
- La compañía maneja prácticas de gobierno corporativo conforme lo establece el grupo al que pertenece, el mismo que mantiene un sistema por medio del cual existe claridad en los roles entre accionistas, junta directiva y equipo ejecutivo, también proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

- En enero de 2018, entró en producción el nuevo sistema SAP S4HANNA, que permitirá a la empresa, la evaluación de rentabilidades desde la perspectiva de negocio, agencia, canal y cliente.
- A raíz de la incorporación de Global Motors al Grupo Corporación Maresa, se apertura una nueva categoría para alquiler de corto plazo (diario) con vehículos Chery Tiggo 2, que es considerado un Cross (entre automóvil y SUV).
- Los ingresos de MAREAUTO S.A., tienen una evolución positiva durante los periodos analizados, ya que crecieron de USD 28,76 millones en 2014 a USD 35,65 millones en 2017. Uno de los factores principales del crecimiento es el incremento del número de unidades de alquiler, cierre de nuevos contratos, renovación de contratos e incremento de vehículos con clientes ya existentes y un mayor número de vehículos vendidos. Otro de los factores que influyó fue el incremento en ventas principalmente en el canal corporativo y mayores ingresos de reservas internacionales. Para noviembre de 2018, los ingresos totalizaron USD 33,68 millones con un incremento de 4,16% con respecto a noviembre de 2017 cuando registraron un valor de USD 32,33 millones, como efecto del aumento del alquiler de vehículos diario en un 13,34% y alquiler de vehículos flota en un 12,34% con respecto a noviembre de 2017, lo que fue impulsado por el crecimiento del canal corporativo, sumado al ingreso de nuevos clientes de renting flexible y a una mayor colocación de vehículos en el negocio de flota.
- El costo de ventas y los gastos operacionales fueron cubiertos de manera adecuada por el nivel de ingresos, es así que la utilidad operacional pasó de representar 20,14% de los ingresos totalizando en 2014 a 18,07% de los ingresos en 2016. Para diciembre de 2017, la utilidad operativa decreció hasta representar un 16,87% de los ingresos, debido a la adquisición de accesorios para vehículos, adecuación de su agencia ubicada en el Coca y la implementación de un sistema SAP HANA. Para noviembre de 2018, el margen operativo creció a 18,78% de los ingresos, luego de haberse posicionado en 17,42% de los ingresos en noviembre de 2017, gracias a un mejor control de sus costos y gastos.
- MAREAUTO S.A., registró una utilidad neta decreciente al registrar una participación sobre los ingresos ordinarios que pasó de 10,26% en el 2014 a 7,59% en 2016, debido a la aplicación de impuestos extraordinarios relacionados con la Ley Solidaria, derivada del terremoto del mes de abril de 2016, que la compañía asumió por USD 0,4 millones. Al 31 de diciembre de 2017 la utilidad neta cambió su tendencia cuando presentó un ligero incremento, al significar el 7,97% de los ingresos, producto del aumento de sus ventas en sus tres líneas (alquiler de vehículos diario, alquiler de vehículos flota y venta de vehículos usados). Para noviembre de 2018, la utilidad neta significó un 7,22% de los ingresos, evidenciando un imperceptible crecimiento en relación a noviembre de 2017, cuando representó el 6,82% de los ingresos, lo que viene atado a mayores ingresos en sus líneas de negocio.
- El EBITDA (acumulado) presentó un comportamiento decreciente, es así que pasó de representar el 40,91% de los ingresos en el año 2015 a 37,37% en el año 2017, lo que estuvo atado a la evolución de su margen operacional. Al 30 de noviembre de 2018 el EBITDA (acumulado) significó el 42,03% de los ingresos, porcentaje superior al alcanzado en noviembre de 2017 (38,39% de los ingresos), lo que evidencia que la compañía genera recursos propios suficientes para la operación normal de la compañía.
- El total de activos de MAREAUTO S.A., registra una evolución positiva durante el periodo analizado, puesto que pasó de USD 50,88 millones en el 2014 a USD 66,04 millones en el 2017 y USD 74,85 millones en noviembre de 2018, donde se observa que la cuenta que mantiene mayor representación es la de vehículos de alquiler que representó en promedio el 64,15% del total de activos en los períodos anuales 2014-2017 (65,43% a noviembre de 2018), siendo este el principal activo generador de negocio de la compañía.
- Los pasivos son la principal fuente de financiamiento de la empresa, dado que en términos generales su participación sobre el total de activos registró 71,11% en 2014, 69,02% en 2017 y 72,82% en noviembre de 2018, siendo las obligaciones con costo la cuenta más representativa dentro de su composición.
- El patrimonio de la compañía, durante todos los periodos analizados refleja una tendencia creciente en su comportamiento, pues pasa de USD 14,70 millones (28,89% de los activos) en 2014 a USD 20,46 millones (30,98% de los activos) en 2017, comportamiento sustentado por la generación de utilidades, las mismas que se han ido acumulado. No obstante, para noviembre de 2018, este comportamiento se frena levemente, pues disminuyó a USD 20,35 millones (27,18% de los activos), debido a una reducción en la utilidad del ejercicio.
- El capital social de la empresa por su parte no ha tenido variación alguna durante los periodos analizados, manteniéndose por un valor de USD 3,24 millones entre diciembre de 2014 a noviembre de 2018, determinando que para este último periodo financió el 4,33% de los activos (4,91% en diciembre de 2017).

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

- Históricamente, la compañía se ha financiado principalmente con recursos de terceros; es así que el nivel de endeudamiento medido a través del apalancamiento (pasivo total / patrimonio), pasó de 2,46 veces en 2014 a 2,23 veces en 2017 (2,68 veces en noviembre 2018), lo que evidencia el comportamiento estable de estructura de financiamiento.
- A partir del año 2016, los indicadores de liquidez, presentan una tendencia ligeramente creciente, pues luego de haber registrado 1,00 veces en ese año, pasa a 1,03 veces en diciembre de 2017; siendo importante mencionar que por el giro del negocio, sus activos productivos se registran dentro del activo no corriente. Para noviembre de 2018, este indicador decae a 0,87 veces, debido a una reducción en sus activos corrientes.

Sobre la Emisión:

- En la ciudad de Quito, con fecha 11 de noviembre de 2014, se reunió la Junta General Universal de Accionistas de MAREAUTO S.A., misma que estuvo conformada por el 100% del capital pagado, en la cual se resolvió autorizar la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo y una a corto plazo.
- Con fecha 12 de enero de 2015, MAREAUTO S.A. como Emisor y Peña, Larrea Torres & Asociados Cía. Ltda., en calidad de Representante de Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de MAREAUTO S.A.
- Con fecha 18 de enero de 2016, Casa de Valores SUCAVAL S.A, inició la colocación de los valores, determinando que hasta 18 de octubre de 2016, logró colocar el 75,48% (USD 7,55 millones) del total de la emisión aprobada (USD 10,00 millones).
- Hasta el 30 de noviembre de 2018, el Agente Pagador canceló el onceavo dividendo de capital e intereses a los inversionistas de la Clase A, noveno dividendos de capital e intereses de las Clases B, séptimo dividendos de capital e intereses de la Clase C y octavo dividendo de capital e intereses de las Clases D y E, reflejando un saldo de capital por pagar a los inversionistas de USD 4,30 millones.
- La Emisión de Obligaciones se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
  - ✓ 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 la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores.
    - ❖ De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.
      - ✓ Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,75[1], a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
        - ❖ Al 30 de noviembre de 2018, el emisor cumplió con todo lo mencionado anteriormente.
- Como compromisos adicionales la compañía se compromete a mantener los siguientes índices financieros mientras esté vigente la emisión de obligaciones a largo plazo.
  - ✓ Durante cada año de la vigencia de la emisión, el accionista mayoritario se compromete a no recibir dividendos por un monto que exceda el 25% de la utilidad neta del ejercicio del año anterior; en caso que uno de los accionistas minoritarios demande la repartición por un monto mayor al 25% de la utilidad neta del año anterior, el accionista mayoritario se compromete a realizar un aporte para futuras

[1] Límite autorizado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 08 de agosto de 2014 mediante oficio No. SCV.IRQ.DRMV.SAR.2014.825.21497

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

capitalizaciones que cubra el exceso demandado por el accionista minoritario, en los montos excedentes correspondientes a todos los accionistas
- ✓ Mantener una relación activo corriente sobre pasivo corriente no menor a 0,75 veces.
- ✓ Mantener una relación deuda financiera (con bancos y con Mercado de Valores) sobre EBITDA no mayor a 2,8 veces.
- ✓ Mantener una relación pasivo sobre patrimonio no mayor a 2,6 veces.
  - ❖ Al 30 de junio de 2018 el emisor cumplió con todo lo mencionado.

- Al 30 de noviembre de 2018, la compañía contó con activos menos las deducciones que contempla la normativa, por la suma de USD 31,44 millones, siendo el 80,00% de los mismos, USD 25,15 millones, presentando este último una cobertura de 5,85 veces sobre el capital de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, lo que determina el cumpliendo de 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. Adicionalmente, de acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados se dieron 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:

- El establecimiento de licencias previas y la fijación de cupos de importación de vehículos podrían afectar a la compañía en la adquisición de vehículos para su operación, puesto que los mismos recaerían sobre los precios de los servicios de la empresa y por ende este se trasladaría sobre el consumidor final, cabe señalar que a finales del año 2016 Ecuador firmó un acuerdo con la Unión Europea y como una de las condiciones de ese convenio estuvo la liberación de cupos de importación de vehículos, que traerá como consecuencia un incremento en la oferta de estos productos en el mercado. Esto permitirá el crecimiento de la industria automotriz, de renta de vehículos y de equipamiento para talleres automotrices que tienen origen europeo.
- Regulaciones impuestas por el Gobierno ecuatoriano al impuesto a la salida de divisas (ISD) y el endurecimiento para otorgar créditos de cualquier tipo.
- Una desaceleración de la economía, podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les ofrece sus servicios.
- Aparición de competidores con nuevas estrategias de mercado, lo cual disminuiría la participación de mercado que posee MAREAUTO S.A. y por ende sus ingresos también se verían afectados. Adicionalmente, está el ingreso al mercado de competidores informales con tarifas inferiores a las otorgadas por la compañía.
- 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 Emisión de Obligaciones a Largo Plazo son: Activos Vehículos (libres de gravamen), por lo que los riesgos asociados a estos activos podrían ser:

- Al referirnos a los vehículos que respaldan la emisión, se debe indicar que estos podrían estar expuestos a daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, por lo cual, el inventario y vehículos podrían verse afectados ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Para cubrirse contra este tipo de riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguros vigentes.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

- Así mismo podría verse afectado por la imposición de medidas arancelarias y regulatorias por parte del Gobierno que impida o restrinja la importación de los productos que utiliza la compañía para su normal operación.
- Los Vehículos para alquiler están sujetos a desvalorización por uso, en función del kilometraje acumulado y en función del año de fabricación. Tal desvalorización podría afectar al flujo de la empresa al momento de disponer de estos bienes a través de su venta. Como mitigante se debe indicar que la compañía está obligada contractualmente a dar mantenimiento preventivo a todos los vehículos, de acuerdo a un cronograma establecido; adicionalmente, la compañía cuenta con un estudio interno basado en información de empresas de seguros y AEADE, para prever cualquier efecto importante en la valoración de los vehículos.
- Al referirnos a los vehículos, estos podrían presentar un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando y de que se conserven en buen estado de funcionamiento y uso.

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 30 de noviembre de 2018 la empresa registra, dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas por USD 0,77 millones, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

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

Adicionalmente, conforme certificado de la empresa, dentro de las cuentas por cobrar de MAREAUTO S.A. que respaldan la presente emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – MAREAUTO S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones a Largo Plazo del 12 de enero de 2015.
- Acta de la Junta General Universal de Accionistas de MAREAUTO S.A. del 11 de noviembre de 2014.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 de MAREAUTO S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales, internos, no auditados y sin notas a los estados financieros, cortados al 30 de noviembre de 2017 y 30 de noviembre de 2018.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del 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.

En base a la información antes descrita, se analiza entre varios temas como son:

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

- 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 o del garante, 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 previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles 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 debida 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 recalca que CLASS INTERNATIONAL 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 MAREAUTO S.A., 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 vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCION

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Quito, con fecha 11 de noviembre de 2014, se reunió la Junta General Universal de Accionistas de MAREAUTO S.A., misma que estuvo conformada por el 100% del capital pagado, en la cual se resolvió autorizar la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo y una a corto plazo, por un monto de hasta USD 10.000.000,00.

Posteriormente, con fecha 12 de enero de 2015, MAREAUTO S.A. como Emisor y Peña, Larrea Torres & Asociados Cía. Ltda., en calidad de Representante de Obligacionistas, por medio de Escritura Pública ante el Notario Décimo del Cantón Quito, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de MAREAUTO S.A. por USD 10,00 millones.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO – MAREAUTO S.A.	
Emisor	MAREAUTO S.A.
Capital a Emitir	Hasta USD 10'000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América
Títulos de las obligaciones	Serán desmaterializados y podrán emitirse por cualquier valor mínimo de USD 1.000,00.
Rescates Anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice el trato equitativo a los inversionistas, previo resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo 168 de la Ley de Mercado de Valores. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
Underwriting	El emisor y su Casa de Valores SUCAVAL S.A.
Tipo de Oferta	Pública.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Características de los Valores	**Clase**	**Monto (USD)**	**Plazo (días)**	**Tasa de Interés fija nominal**
	A	2.000.000,00	1800	8,25%
	B	2.000.000,00	1800	8,25%
	C	2.000.000,00	1800	8,25%
	D	2.000.000,00	1800	8,25%
	E	2.000.000,00	1800	8,25%
Sistema de Colocación	A través del Mercado Bursátil.			
Responsable y Asesor	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Representante de Obligacionistas	Peña, Larrea, Torres & Asociados Cía. Ltda.			
Tipo de Garantía	Garantía General, de acuerdo al Art. 162 Ley de Mercado de Valores.			
Fecha de Emisión	Fecha en la que se realice la primera colocación de la emisión.			
Forma de cálculo de los intereses	Los intereses serán cancelados cada 90 días y serán calculados sobre saldos de capital Base comercial de 30 / 360, (Correspondiente a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta día cada mes).			
Amortización y pago de Capital e interes	El pago del primer cupón de capital se realizará una vez que transcurran 90 días desde la fecha de la emisión y posteriormente se realizarán cada 90 días			
Destino de los recursos	Se destinarán en un 70% a la compra de flotas de vehículos para la generación de nuevos contratos de prestación de servicios y 30% para sustitución de pasivos bancarios.			
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 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[2]. • 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. De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía. • Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,75[3], a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.			
Compromisos Adicionales	En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas, el Vicepresidente Ejecutivo fija los siguientes compromisos adicionales y en tal virtud la compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión, los siguientes índices financieros:			
	• Durante cada año de la vigencia de la emisión, el accionista mayoritario se compromete a no recibir dividendos por un monto que exceda el 25% de la utilidad neta del ejercicio del año anterior; en caso que uno de los accionistas minoritarios demande la repartición por un monto mayor al 25% de la utilidad neta del año anterior, el accionista mayoritario se compromete a realizar un aporte para futuras capitalizaciones que cubra el exceso demandado por el accionista minoritario, en los montos excedentes correspondientes a todos los accionistas. • Mantener una relación activo corriente sobre pasivo corriente no menor a 0,75 veces. • Mantener una relación deuda financiera (con bancos y con Mercado de Valores) sobre EBITDA no mayor a 2,8 veces. • Mantener una relación pasivo sobre patrimonio no mayor a 2,6 veces.			
Mecanismo de Administración de recursos dinerarios	La compañía se compromete a crear un Mecanismo de Administración de recursos dinerarios, flujos y pago a los obligacionistas manejado directamente por la compañía y a través del cual se canalizaran los recursos para el pago a los obligacionistas. Dichos recursos dinerarios provendrán de la recuperación de cartera de determinados clientes respaldado por los contratos que MAREAUTO S.A. tiene suscritos con ellos mediante una carta compromiso ante el Representante de los Obligacionistas			

Fuente: Escritura Emisión de Obligaciones / 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:

[2] **Mediante Escritura Pública celebrada el 12 de enero de 2015, se estipulo el siguiente resguardo:** Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 0,75, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo, sin embargo, con fecha 30 de enero de 2015 mediante Junta General Universal de Accionistas de MAREAUTO S.A. se estableció que dicho resguardo sea mayor o igual a 1.

[3] Límite autorizado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 08 de agosto de 2014 mediante oficio No. SCV.IRQ.DRMV.SAR.2014.825.21497

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

CUADROS 2, 3, 4, 5 y 6: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE A				
Fecha Venc.	Capital	Interés	Dividendo	Saldo en circulación
				172.152,20
18-abr.-16	27.999,09	15.399,50	43.398,59	718.643,11
18-jul.-16	52.100,12	27.580,49	79.680,61	1.285.135,92
18-oct.-16	67.792,35	34.489,34	102.281,69	1.604.418,57
18-ene.-17	75.000,01	36.609,37	111.609,38	1.699.999,96
18-abr.-17	75.000,01	35.062,50	110.062,51	1.624.999,95
18-jul.-17	75.000,01	33.515,63	108.515,64	1.549.999,94
18-oct.-17	75.000,01	31.968,78	106.968,79	1.474.999,93
18-ene.-18	75.000,01	30.421,89	105.421,90	1.399.999,92
18-abr.-18	100.000,00	28.875,01	128.875,01	1.299.999,92
18-jul.-18	100.000,00	26.812,51	126.812,51	1.199.999,92
18-oct.-18	100.000,00	24.750,00	124.750,00	1.099.999,92
18-ene.-19	100.000,00	22.687,52	122.687,52	999.999,92
18-abr.-19	125.000,00	20.625,00	145.625,00	874.999,92
18-jul.-19	125.000,00	18.046,86	143.046,86	749.999,92
18-oct.-19	125.000,00	15.468,76	140.468,76	624.999,92
18-ene.-20	125.000,00	12.890,63	137.890,63	499.999,92
18-abr.-20	125.000,00	10.312,50	135.312,50	374.999,92
18-jul.-20	125.000,00	7.734,36	132.734,36	249.999,92
18-oct.-20	125.000,00	5.156,26	130.156,26	124.999,92
18-ene.-21	124.999,92	2.578,11	127.578,03	-
	1.922.891,53	440.985,02	2.363.876,55	

CLASE B				
Fecha Venc.	Amortización	Interés	Dividendo	Saldo en circulación
				800.000,00
26-oct-16	75.000,00	41.250,00	116.250,00	725.000,00
26-ene-17	75.000,00	39.703,13	114.703,13	650.000,00
26-abr-17	75.000,00	38.156,25	113.156,25	575.000,00
26-jul-17	75.000,00	36.609,38	111.609,38	500.000,00
26-oct-17	75.000,00	35.062,50	110.062,50	425.000,00
26-ene-18	75.000,00	33.515,63	108.515,63	350.000,00
26-abr-18	75.000,00	31.968,75	106.968,75	275.000,00
26-jul-18	75.000,00	30.421,88	105.421,88	200.000,00
26-oct-18	100.000,00	28.875,00	128.875,00	100.000,00
26-ene-19	100.000,00	26.812,50	126.812,50	-
	800.000,00	342.375,00	1.142.375,00	

CLASE C				
Fecha Venc.	Amortización	Interés	Dividendo	Saldo en circulación
				825.000,00
09-dic-16	75.000,00	41.250,00	116.250,00	750.000,00
09-mar-17	75.000,00	39.703,13	114.703,13	675.000,00
09-jun-17	75.000,00	38.156,25	113.156,25	600.000,00
09-sep-17	75.000,00	36.609,38	111.609,38	525.000,00
09-dic-17	75.000,00	35.062,50	110.062,50	450.000,00
09-jun-18	75.000,00	31.968,75	106.968,75	375.000,00
09-sep-18	75.000,00	30.421,88	105.421,88	300.000,00
09-dic-18	100.000,00	28.875,00	128.875,00	200.000,00
09-mar-19	100.000,00	26.812,50	126.812,50	100.000,00
09-jun-19	100.000,00	24.750,00	124.750,00	-
	825.000,00	333.609,38	1.158.609,38	

CLASE D				
Fecha Venc.	Amortización	Interés	Dividendo	Saldo en circulación
				2.000.000,00
19-dic-16	75.000,00	41.250,00	116.250,00	1.925.000,00
19-mar-17	75.000,00	39.703,13	114.703,13	1.850.000,00
19-jun-17	75.000,00	38.156,25	113.156,25	1.775.000,00
19-sep-17	75.000,00	36.609,38	111.609,38	1.700.000,00
19-dic-17	75.000,00	35.062,50	110.062,50	1.625.000,00
19-mar-18	75.000,00	33.515,63	108.515,63	1.550.000,00
19-jun-18	75.000,00	31.968,75	106.968,75	1.475.000,00
19-sep-18	75.000,00	30.421,88	105.421,88	1.400.000,00
19-dic-18	100.000,00	28.875,00	128.875,00	1.300.000,00
19-mar-19	100.000,00	26.812,50	126.812,50	1.200.000,00
19-jun-19	100.000,00	24.750,00	124.750,00	1.100.000,00
19-sep-19	100.000,00	22.687,50	122.687,50	1.000.000,00
19-dic-19	125.000,00	20.625,00	145.625,00	875.000,00
19-mar-20	125.000,00	18.046,88	143.046,88	750.000,00
19-jun-20	125.000,00	15.468,75	140.468,75	625.000,00
19-sep-20	125.000,00	12.890,63	137.890,63	500.000,00
19-dic-20	125.000,00	10.312,50	135.312,50	375.000,00
19-mar-21	125.000,00	7.734,38	132.734,38	250.000,00
19-jun-21	125.000,00	5.156,25	130.156,25	125.000,00
19-sep-21	125.000,00	2.578,13	127.578,13	-
	2.000.000,00	482.625,00	2.482.625,00	

CLASE E				
Fecha Venc.	Amortización	Interés	Dividendo	Saldo en circulación
				2.000.000,00
29-dic-16	75.000,00	41.250,00	116.250,00	1.925.000,00
29-mar-17	75.000,00	39.703,11	114.703,11	1.850.000,00
29-jun-17	75.000,00	38.156,26	113.156,26	1.775.000,00
29-sep-17	75.000,00	36.609,38	111.609,38	1.700.000,00
29-dic-17	75.000,00	35.062,51	110.062,51	1.625.000,00
29-mar-18	75.000,00	33.515,62	108.515,62	1.550.000,00

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

29-jun-18	75.000,00	31.968,75	106.968,75	1.475.000,00
29-sep-18	75.000,00	30.421,89	105.421,89	1.400.000,00
29-dic-18	100.000,00	28.875,00	128.875,00	1.300.000,00
29-mar-19	100.000,00	26.812,52	126.812,52	1.200.000,00
29-jun-19	100.000,00	24.750,01	124.750,01	1.100.000,00
29-sep-19	100.000,00	22.687,52	122.687,52	1.000.000,00
29-dic-19	125.000,00	20.625,01	145.625,01	875.000,00
29-mar-20	125.000,00	18.046,87	143.046,87	750.000,00
29-jun-20	125.000,00	15.468,76	140.468,76	625.000,00
29-sep-20	125.000,00	12.890,63	137.890,63	500.000,00
29-dic-20	125.000,00	10.312,51	135.312,51	375.000,00
29-mar-21	125.000,00	7.734,37	132.734,37	250.000,00
29-jun-21	125.000,00	5.156,26	130.156,26	125.000,00
29-sep-21	125.000,00	2.578,11	127.578,11	-
	2.000.000,00	**482.625,09**	**2.482.625,09**	

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de noviembre de 2018)

Con fecha 08 de mayo de 2015, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 10,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2015.918, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 21 de mayo de 2015 y cuyo plazo de vencimiento de la autorización de oferta fue el 08 de febrero de 2016.

Colocación de los Valores

Con fecha 18 de enero de 2016, Casa de Valores SUCAVAL S.A, inició la colocación de los valores, determinando que hasta 18 de octubre de 2016, logró colocar el 75,48% (USD 7,55 millones) del total de la emisión aprobada (USD 10,00 millones).

Saldo de Capital

Hasta el 30 de noviembre de 2018, el Agente Pagador canceló el onceavo dividendo de capital e intereses a los inversionistas de la Clase A, noveno dividendos de capital e intereses de las Clases B, séptimo dividendos de capital e intereses de la Clase C y octavo dividendo de capital e intereses de las Clases D y E, reflejando un saldo de capital por pagar a los inversionistas de USD 4,30 millones.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del 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.

De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.

Por lo mencionado anteriormente, la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, **mayor o igual a 0,75**[4], a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Compromisos Adicionales

En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas, el Vicepresidente Ejecutivo fija los siguientes compromisos adicionales y en tal virtud la compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión, los siguientes índices financieros:

- Durante cada año de la vigencia de la emisión, el accionista mayoritario se compromete a no recibir dividendos por un monto que exceda el 25% de la utilidad neta del ejercicio del año anterior; en caso que uno de los accionistas minoritarios demande la repartición por un monto mayor al 25% de la utilidad neta del año anterior, el accionista mayoritario se compromete a realizar un aporte para futuras capitalizaciones que cubra el exceso demandado por el accionista minoritario, en los montos excedentes correspondientes a todos los accionistas
- Mantener una relación activo corriente sobre pasivo corriente no menor a 0,75 veces.
- Mantener una relación deuda financiera (con bancos y con Mercado de Valores) sobre EBITDA no mayor a 2,8 veces.
- Mantener una relación pasivo sobre patrimonio no mayor a 2,6 veces.

La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento de los índices financieros señalados.

Los indicadores planteados serán revisados **semestralmente.** Para la base de la verificación se tomarán los estados financieros **semestrales** correspondientes a **junio 30 y diciembre 31 de cada año**. El seguimiento a los índices financieros iniciará el primer semestre calendario una vez los títulos estén en circulación. Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia. Si la misma se mantiene se considerara como incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor, lo cual constituirá causal de aceleración de vencimientos si así lo determina la asamblea de obligacionistas.

- ❖ Al 30 de noviembre de 2018, la compañía cumplió con todos los resguardos antes mencionados. En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 7: RESGUARDOS

Resguardos	Límite establecido	dic-17	jun-18	nov-18	may 18 - oct-18 (semestral)	Cumplimiento
Indicador promedio semestral de liquidez	>= 0,75	-	-		0,82	Si
Activos reales / Pasivos Total	>= 1,00	-	-	1,28		SI
Activo corriente / pasivo corriente	>= 0,75 veces	1,03	0,87			Si
Deuda financiera (con bancos y con Mercado de Valores) / EBITDA	<= 2,80 veces	2,49	2,37			SI
Pasivo / patrimonio	<=2,60 veces	2,23	2,40			Si
Durante cada año de la vigencia de la emisión, el accionista mayoritario se compromete a no recibir dividendos por un monto que exceda el 25% de la utilidad neta del ejercicio del año anterior.	SI cumple					

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

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

[4] Límite autorizado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 08 de agosto de 2014 mediante oficio No. SCV.IRQ.DRMV.SAR.2014.825.21497

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

CUADRO 8: LIQUIDEZ SEMESTRAL PROMEDIO

	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18
Activos Corrientes	20.988.637	18.129.452	16.699.033	19.750.804	19.006.245	20.487.938
Pasivos Corrientes	23.464.882	21.039.682	24.790.745	24.687.209	22.970.137	23.441.400
Indicador	0,89	0,86	0,67	0,80	0,83	0,87
Promedio	0,82					

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Mecanismo de Administración de Recursos Dinerarios

La compañía se compromete a crear un Mecanismo de Administración de recursos dinerarios, flujos y pago a los obligacionistas manejado directamente por la compañía y a través del cual se canalizarán los recursos para el pago a los obligacionistas. Dichos recursos dinerarios provendrán de la recuperación de cartera de determinados clientes respaldado por los contratos que MAREAUTO S.A. tiene suscritos con ellos mediante una carta compromiso ante el Representante de los Obligacionistas

- Para noviembre de 2018, el cumplimiento del mencionado compromiso, se lo realizó mediante depósitos en una cuenta Bancaria del Banco del Pacífico, en donde se depositan los recursos dinerarios para el pago de los obligacionistas.

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones a Largo Plazo está respaldada por una Garantía General otorgada por MAREAUTO S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Dicho esto, se pudo apreciar que con corte al 30 de noviembre de 2018, MAREAUTO S.A., estuvo conformado por un total de activos de USD 74,85 millones, de los cuales el 54,92% son libres de gravamen.

CUADRO 9: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN DE LA COMPAÑÍA (NOVIEMBRE DE 2018)

Activos	Monto	%
Disponibles	9.504	23,12%
Exigibles	6.069	14,76%
Realizables	4.040	9,83%
Propiedad Planta y Equipo	17.269	42,01%
Otros activos	4.224	10,28%
TOTAL	41.106	100,00%

Fuente: MAREAUTO S.A. / 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 30 de noviembre de 2018, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el Mercado de Valores; y, las inversiones en acciones

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 complementarias[5].

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 30 de noviembre de 2018 presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 31,44 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 25,15 millones, lo que determina que el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

Por lo mencionado se pudo apreciar que el monto máximo de emisión de la compañía presentó una cobertura de 5,85 veces sobre el saldo de capital de la emisión.

CUADRO 10: MONTO MÁXIMO DE LA EMISIÓN (NOVIEMBRE 2018)

Descripción	Miles USD
Total Activos	74.853
(-) Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	
(-) Activos Gravados	33.747
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias[6]	
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	5.667
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se espera que existan[7]	
(-) Derechos Fiduciarios[8]	
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras[9]	4.000
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	**31.439**
Monto Máximo de Emisión = 80.00% Activos Libres de Gravámenes	**25.151**
Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	4.300
Total Activos Deducidos / Saldo de la Emisión (veces)	**7,31**
Monto Máximo de Emisión / Saldo de la Emisión (veces)	**5,85**

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de noviembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,61 veces[10] 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%".

5 "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."
6 Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.
7 En los que el Emisor haya actuado como Originador.
8 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.
9 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.
10 (Total Activos Deducidos – Obligaciones emitidas) / (Total Pasivo- emisiones)

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación, representan el 24,49% del 200% del patrimonio al 30 de noviembre de 2018 y el 48,99% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 11: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (NOVIEMBRE 2018)

Descripción	Miles USD
Patrimonio	20.346
200% del Patrimonio (USD)	**40.692**
Segunda Emisión de obligaciones a Largo Plazo	4.300
Tercera Emisión de obligaciones a Largo Plazo	5.667
Total Valores emitidos y por emitir	**9.967**
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	**24,49%**
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	**48,99%**

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras del emisor para el periodo 2017-2022, 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 MAREAUTO S.A. reflejaría una utilidad neta igual a USD 3,60 millones.

CUADRO 12: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (MILES USD)

Rubro	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas netas	34.899	35.506	37.884	44.745	49.707	54.240
Costo de ventas	21.100	21.399	22.529	27.999	- 31.323	34.041
Utilidad bruta	**13.798**	**14.107**	**15.355**	**16.747**	**18.384**	**20.199**
Gastos administrativos y ventas	8.374	8.396	8.968	9.573	10.223	11.092
Utilidad operativa	**5.424**	**5.711**	**6.387**	**7.174**	**8.161**	**9.108**
Gastos financieros	2.319	2.571	2.837	3.214	3.626	3.948
Otros ingresos / egresos	(140)	(223)	(249)	(276)	(302)	(330)
Utilidad antes de impuestos	**2.965**	**2.917**	**3.302**	**3.684**	**4.233**	**4.830**
Impuesto a la renta	801	744	842	939	1.079	1.232
Utilidad neta	**2.165**	**2.173**	**2.460**	**2.744**	**3.153**	**3.598**

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

Las proyecciones financieras evidencian un crecimiento de ingresos casi imperceptible para 2017 (+0,46%), acorde con las condiciones actuales de la economía; para los años 2018 y 2019, conforme a las perspectivas, la estructuración considera incrementos moderados del 1,74% y 6,70% respectivamente. Para el año 2020, la estructuración considera un crecimiento mayor a los anteriores (+18,11%), siendo este el pico máximo. Para los periodos siguientes su tendencia seguiría creciendo pero a una menor velocidad. Por su parte, los costos de ventas registrarían una participación promedio del 61,42% sobre los ingresos.

Los gastos operacionales durante el periodo proyectado tendrían una participación sobre los ingresos decreciente, desde el 23,99% de los ingresos en 2017 al 20,45% en 2022, con lo cual MAREAUTO S.A. obtendría una utilidad operacional que pasaría de USD 5,42 millones en 2017 a USD 9,11 millones en 2022. En lo que concierne a gastos financieros, en términos generales son crecientes, cuyo promedio de participación sobre los ingresos se ubicaría en 7,30% en el periodo 2018-2022.

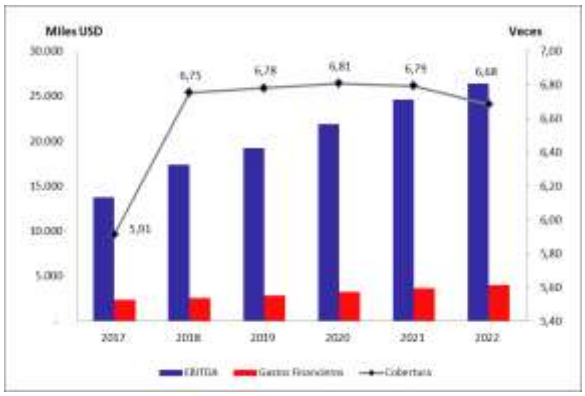
Finalmente, tras las deducciones de impuesto a la renta, la utilidad neta de MAREAUTO S.A. crecería de USD 2,17 millones en 2017 a USD 3,60 millones en 2022.

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 en los próximos años, incluyendo los derivados de la presente emisión. En este sentido, de acuerdo a cómo se refleja en el siguiente gráfico, existiría una cobertura positiva la misma que pasaría de 5,91 veces en el año 2017 a 6,68 veces en el año 2022,

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

denotándose que el Emisor gozaría en los próximos años de una capacidad de pago aceptable de los gastos ya señalados.

GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS, GASTOS FINANCIEROS



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

Por otra parte, el flujo de caja, se encuentra dividido por actividades, en su primera instancia presentan movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía, dentro de los cuales se encuentran inmersos las cuentas por cobrar y pagar, inventarios, entre otros. Posteriormente se evidencian los movimientos de inversión, en el cual se incluyen adquisiciones para el fortalecimiento de la propiedad planta y equipo de la empresa. Finalmente está el flujo de financiamiento, donde se consideran los recursos provenientes de la emisión de obligaciones y el pago de los mismos, además de otros movimientos originados por la adquisición y pago de obligaciones con costo y movimientos patrimoniales.

En virtud de lo señalado, la proyección indica que la compañía posee el suficiente flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, incluyendo las relacionadas con el proceso de emisión. Con lo dicho, en el periodo proyectado la compañía reflejaría un nivel de cobertura suficiente de los flujos sobre el pago de obligaciones financieras.

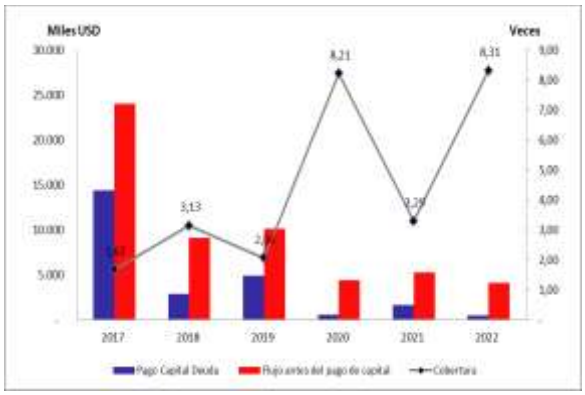
CUADRO 13: FLUJO DE CAJA PROYECTADO (MILES USD)

Descripción	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Utilidad neta	2.165	2.173	2.460	2.744	3.153	3.598
Depreciación	7.759	11.135	12.264	14.052	15.722	16.424
Cambios en actividades de operación	(2.278)	(320)	(328)	(1.211)	(709)	(209)
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	**7.645**	**12.988**	**14.396**	**15.585**	**18.166**	**19.814**
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Cambios en Propiedad, planta y equipo	(9.186)	(16.707)	(17.530)	(19.234)	(21.659)	(21.946)
Cambios en activos intangibles	(735)	184	184	157	151	(79)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	**(9.921)**	**(16.523)**	**(17.346)**	**(19.077)**	**(21.509)**	**(22.025)**
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Inversiones de Corto Plazo	5.188	-	-	-	-	-
Otras Cuentas por pagar	(1.033)	(20)	(78)	(226)	(164)	(150)
Deudas Financieras Corto Plazo	(5.538)	498	(1.945)	2.708	1.111	447
Colocación Emisión de Obligaciones nueva	8.000					
Pago Emisión de Obligaciones nueva	(583)	(2.333)	(2.333)	(2.000)	(750)	-
Deuda bancaria Largo Plazo	(5.360)	2.465	6.867	2.305	3.632	2.622
Cambio en Cuentas Patrimoniales	(1.852)	(541)	(543)	(615)	(686)	(788)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	**(1.179)**	**69**	**1.966**	**2.171**	**3.143**	**2.132**
FLUJO DE EFECTIVO NETO	**(3.456)**	**(3.465)**	**(984)**	**(1.321)**	**(200)**	**(79)**
SALDO INICIAL	13.093	9.637	6.172	5.188	3.867	3.667
SALDOS AL FIN DEL AÑO	**9.637**	**6.172**	**5.188**	**3.867**	**3.667**	**3.588**

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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS[11] VS, PAGO DE CAPITAL



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

La calificadora efectuó un análisis de sensibilidad de los flujos anteriormente descritos, modificando las proyecciones en cuanto a ingresos. Se consideró incrementos menores de ventas, nulo para el primer año de proyección, 2,00% para 2018, 4,00% para 2019, 14,00% para 2020, 11,00% para 2021 y 9% para 2022. Al costo de ventas se lo mantuvo sin variación respecto a lo considerado en la estructuración. La aplicación del cambio descrito da como resultado un estrés de las proyecciones que provoca una caída de las utilidades netas, en un promedio del 57,49% anual. El efecto sobre los flujos más bien es el contrario, por cuanto estos se incrementan. A pesar de la afectación, la proyección sigue presentando utilidades y flujos positivos. Cabe mencionar que la afectación aplicada es lo máximo que soporta el modelo. En este sentido, y debido a que el modelo relaciona proporcionalmente a las ventas con los costos y gastos, estos últimos demuestran ser las variables fundamentales que deben ser controladas para que se cumplan las proyecciones.

Comparativo de Resultados Reales vs. lo Proyectado

Para determinar el cumplimiento del emisor al 30 de noviembre de 2018, se procedió a comparar los resultados reales con lo proyectado a diciembre de 2018, por lo que se espera un cumplimiento del 91,67%.

Los ingresos reales alcanzados por el emisor a noviembre de 2018, lograron un cumplimiento del 94,85% respecto a lo proyectado inicialmente, los costos de venta por su parte alcanzaron un cumplimiento del 88,21%, generando de esta manera una utilidad bruta con un cumplimiento del 104,94%, en función del comportamiento de los gastos operacionales la utilidad operacional tuvo un cumplimiento de 110,74%, mientras que la utilidad antes de impuestos alcanzó un cumplimiento del 119,08%, finalmente después del descuento del impuesto a la renta, los resultados netos presentaron un cumplimiento de 111,90%, superando a lo proyectado, lo que obedece a un adecuado manejo de los costos y gastos y a mejores precios de venta en la flota de vehículos.

CUADRO 14: ESTADO PROYECTADO VS REAL (miles USD)

Rubro	PROY 2018	REAL NOV 2018	PARTICIPACIÓN
Ventas netas	35.506	33.679	94,85%
Costo de ventas	21.399	18.875	88,21%
Utilidad bruta	**14.107**	**14.804**	**104,94%**
Gastos administrativos y ventas	8.396	8.479	100,99%
Utilidad operativa	**5.711**	**6.325**	**110,74%**
Gastos financieros	2.571	2.661	103,49%
Otros ingresos		132	
Otros egresos	223	322	144,59%
Utilidad antes de impuestos	**2.917**	**3.474**	**119,08%**
Impuesto a la renta	744	1.042	140,05%
Utilidad neta	**2.173**	**2.432**	**111,90%**

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

[11] (*)Flujo de efectivo neto en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Al comparar el flujo de efectivo proyectado frente al flujo real de noviembre de 2018, se pudo observar que el flujo generado por actividades de operación y de inversión presentó un cumplimiento mayor al 91,67% esperado. Por su parte el flujo generado por actividades de financiamiento también superó lo estimado, situación que está atada al crecimiento de la flota de vehículos. Cabe señalar que los pagos de las obligaciones de la empresa se han cumplido de manera puntual.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado 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 fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas[12].

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela y Argentina), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019[13].

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,1% en 2018, cifra menor a la previsión inicial, debido a problemas de déficit fiscal, que se reflejan en una reducción del gasto corriente y de la inversión pública[14]. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en

[12] https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf
[13] https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018
[14] https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-real y https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/23/nota/7013945/economia-ecuador-creceria-11-2018-ajuste-fiscal-segun-banco-central.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

2019[15]. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019[16]. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019[17]. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión[18].

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

CUADRO 15: 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 (noviembre - 2019)	32,02%	Inflación mensual (diciembre– 2018)	0,10%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - nov 2018	-514,80	Inflación anual (diciembre – 2018)	0,27%
RI (millones USD al 11 de enero - 2019)	2.626,81	Inflación acumulada (diciembre - 2018)	0,27%
Riesgo país (17 - enero - 2019)	715,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 17 – enero- 2019)	52,07	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones[19]. 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 interanual[20].

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

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

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos[21], 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.

[15] https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf
[16] https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019
[17] https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018
[18] http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018
[19] 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
[20] https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp
[21] http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 crudo[22]. 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 país[23]. 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 diarios[24].

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

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)

Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)[25] / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta diciembre de 2018 sumó USD 15.133,37 millones, siendo un 14,43% superior a lo registrado entre enero-diciembre 2017 (USD 13.224,89 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 6.739,46 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.319,72 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.206,09 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 985,44 millones[26].

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

En referencia al **salario nominal promedio**, a diciembre de 2018, se mantuvo en USD 450,26[27]; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 386,00; y a partir de enero 2019 se fijó a este último en USD 394,00[28]. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 107,08 a diciembre 2018[29]. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a diciembre de 2018, ésta se ubicó en USD 715,16[30], mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,75% del costo de la canasta.

[22] https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html
[23] https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizarian-50_-de-beneficios-para-ecuador
[24] http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/
[25] https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm
[26] http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion
[27] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201812.pdf
[28] https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html
[29] 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. https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indices/PSEMensual.htm
[30] http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Diciembre-2018/Boletin_tecnico_12-2018-IPC.pdf

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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)%[31]. 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 laboral[32].

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las 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 respectivamente[33].

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,62% para enero de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 7,99%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,37%[34].

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 vivienda[35].

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)[36].

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 otros[37].

Al mes de diciembre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.695,5 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de

[31] http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf
[32] https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno
[33] http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf
[34] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm
[35] https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2018.pdf
[36] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf
[37] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

intereses. Esta cifra fue un 12,43% superior con respecto a diciembre de 2017 (USD 31.749,8 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta noviembre 2018 fue de USD 8.091,6 millones, que equivale al 7,39% del PIB[38], conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de diciembre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 45,2% del PIB[39], superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB[40].

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

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo[41]. 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 país[42]. 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 deuda[43].

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios[44], 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 industrial[45], al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís[46]. 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 2017[47].

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

MAREAUTO S.A. fue constituida el mediante Escritura Pública otorgada ante el Notario Décimo Primero del Cantón Quito el 29 de septiembre de 1994, e inscrita en el Registro Mercantil el 09 de noviembre del mismo año. El plazo de duración de la compañía es hasta el 09 de noviembre de 2093 de acuerdo a información que consta en la página de la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros.

[38] La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.
[39] https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/01/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Diciembre-2018-FINAL_okOK.pdf
[40] https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez
[41] https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505
[42] http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/
[43] https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-crediticia-de-ecuador
[44] https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html
[45] https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto
[46] https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles
[47] https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

La principal actividad económica de la compañía es el alquiler de flotas de vehículos a corto y largo plazo, para la cual cuenta con una moderna flota de unidades, conformada por más de 2.000 vehículos y con presencia a nivel nacional con 10 agencias. Además, la compañía dispone de talleres calificados para mantenimiento técnico de los vehículos en Quito y Guayaquil, así como puntos de operación in situ en la Amazonía para atención a clientes de flotas.

MAREAUTO S.A. es parte de CORPORACIÓN MARESA HOLDING, que es un fuerte y sólido conglomerado de empresas que se ha convertido rápidamente en un símbolo de la Industria Ecuatoriana. Establecido en el año de 1997, con la agrupación de empresas vinculadas a MARESA y que relacionan sus actividades con el ensamblaje automotriz, distribución, comercialización, posventa y el arrendamiento de vehículos. MARESA, empresa de mayor trayectoria de la Corporación, cuenta con 40 años de trayectoria en el mercado Ecuatoriano. Hoy en día, las empresas que conforman este Holding son: MARESA Ensambladora, DISTRIVEHIC, MAZMOTORS, MAREAUTO, AUTOSHARECORP, MAREADVISOR. Entre las marcas que representa están: Mazda, Fiat, Chrysler, Jeep, Dodge, RAM, ORGU Ford y Avis. Adicionalmente mantienen una línea de venta de motos con marcas del Grupo Piaggio.

Uno de los principales antecedentes en la operación de MAREAUTO S.A. es que la empresa operó bajo la franquicia de la marca Localiza, sin embargo a partir de mes de enero de 2009, la compañía adquiere la licencia de la marca internacional AVIS Rent a Car con el objetivo de incursionar en el mercado regional, extendiendo sus operaciones en Colombia a partir del año 2009 y en Perú desde el año 2010.

MAREAUTO S.A. es una empresa que ha logrado posicionarse de manera importante en los países que tiene presencia (Ecuador, Colombia y Perú), posicionándose como uno de los principales aliados estratégicos de las organizaciones, brindando soluciones de movilización a través del alquiler de vehículos a corto, mediano y largo plazo.

En lo referente a las líneas de negocio, MAREAUTO S.A. segrega a estas por Alquiler Diario (corto plazo, menor a 1 año) y Alquiler de Flota (largo plazo, de 1 a 5 años), con el objeto de atender de manera diferenciada a cada segmento de clientes.

Línea de Alquiler Diario: Dirigida a clientes individuales nacionales y extranjeros que vienen al Ecuador por turismo, así la franquicia AVIS ha permitido contar con el soporte internacional para dinamizar el negocio. Adicionalmente existen convenios corporativos con más de 1100 clientes que usan los vehículos de diario en el corto plazo para cubrir necesidades de movilización de sus funcionarios dentro del país.

Este segmento se enfoca en 4 canales que se detallan a continuación:

- **Cliente Corporativo:** AVIS como socio estratégico brinda el mejor servicio de alquiler de vehículos con excelentes beneficios enfocado a empresas con términos contractuales mensuales.
- **Turismo (Hoteles y Agencias de Viajes):** Brindar servicio personalizado a sus clientes (agencias) y huéspedes (hoteles) generando interesantes ingresos adicionales para su negocio.
- **Walk in:** Ofrece servicio de alquiler a personas particulares como turistas nacionales y extranjeros, para lo cual cuenta con la mayor red de agencias de atención directa a nivel nacional y con 2 agencias dentro de aeropuertos, una en Quito y otra en Guayaquil para garantizar la inmediata atención donde se encuentre.
- **Auto Sustituto:** Diseñado para aseguradoras, concesionarios y talleres automotrices que buscan marcar la diferencia con sus clientes, ofrece el servicio de auto sustituto cuando un vehículo se encuentra en reparación por mantenimiento o siniestro.

Línea de Alquiler de Flota: Dirigida a clientes corporativos y empresas que requieren contratar el servicio de alquiler de vehículos en el mediano y largo plazo. Para ello se firma un contrato que tiene una duración entre 1 y 5 años. Este tipo de negocio permite a MAREAUTO S.A. generar un ingreso mantenido en el tiempo, la empresa puede prever con exactitud sus ingresos futuros y por lo tanto tener una visión estratégica del giro esperado para el negocio.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Propiedad, Administración y Buen Gobierno Corporativo

Al 30 de noviembre de 2018, MAREAUTO S.A. presentó un capital suscrito y pagado de USD 3.242.169,00, el mismo que se encuentra conformado por el mismo número de acciones con un valor nominal de USD 1,00 cada una, distribuidas como se muestra a continuación:

CUADRO 16: ACCIONISTAS

Nombre	Nacionalidad	Capital (USD)	Participación
MAREAUTO COLOMBIA S.A.	COLOMBIA	3.242.168,00	99,99997%
MAREAUTO PERÚ S.A.	PERÚ	1,00	0,00003%
Total		**3.242.169,00**	**100,00%**

Fuente: MAREAUTO S.A / Elaboración: Class International Rating

MAREAUTO S.A. registra en sus estatutos sociales que la compañía estará gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por la Junta Directiva de acuerdo a la última reforma de estatutos, así mismo, en una escala inferior, se observa distintos departamentos que en su conjunto conforman una parte importante de la operatividad de la empresa. A continuación se detalla el organigrama de la compañía:

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

La estructura organizacional de la empresa se ve fortalecida por la experiencia y profesionalismo de su directorio y de sus principales ejecutivos, quienes son parte principal de la operatividad de la compañía y gracias a su trabajo en conjunto logran que esta se maneje de manera acorde con las necesidades del mercado.

CUADRO 17: DIRECTORIO

Nombre	Cargo
Ing. José Barahona Espinel	Director Principal
Sr. Juan Fernando Molina Granda	Director Principal
Sr. Eduardo Michelsen Delgado	Director Principal
Sr. Edgar Enrique Sandoval Castro	Director Principal
Sr. Gabriel Ángel Bader Rehpani	Director Principal
Ing. José Luis Fabián Eguiguren Chiriboga	Director Suplente
Sra. Florencia Fernanda Cobo Durini	Director Suplente
Sr. Eduardo Ignacio Michelsen Cuellar	Director Suplente
Sr. Christian Andrés Lesmes Abril	Director Suplente

CUADRO 18: PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Francisco Matheus	Vicepresidente Ejecutivo
Marcelo Morales	Gerente Comercial
Andrés Terán	Subgerente de atención a clientes
Miguel Espinosa	Gerente de operaciones
Santiago Robayo	Gerente de Sucursal GYE
Mónica León	Subgerente ASCLI
Jairo Jaramillo	Gerente Financiero
Esteban Andino	Gerente regional de proyectos
María Cristina Buitrón	Subgerente de Talento Humano
Mauricio Herrera	Subgerente regional de tecnología
Fabián Armendariz	Gerente Regional de Marketing

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

MAREAUTO S.A. maneja prácticas de gobierno corporativo conforme lo establece el grupo al que pertenece, el mismo que mantiene un sistema por medio del cual existe claridad en los roles entre accionistas, junta directiva y equipo ejecutivo, también proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

El sistema de Buen Gobierno Corporativo se encuentra implementado por medio de Directorios y Comités entre los cuales se encuentran los siguientes: Directorio Corporación Maresa Holding, Directorio Mareauto, Comité de Riesgos y Auditoría, Comité de Talento Humano, Comité de Estrategias y Finanzas, Comité de Tecnología y procesos, Comité de Renting.

El sistema de buen gobierno corporativo se encuentra implementado por medio de Directorios y Comités entre los cuales se encuentran los siguientes:

- Directorio Corporación Maresa Holding
- Directorio Mareauto
- Comité de Riesgos y Auditoria
- Comité de Talento Humano
- Comité de Estrategias y Finanzas
- Comité Tecnología y procesos
- Comité de Renting

Para lo cual se considera los lineamientos de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos OCDE, entre los principales se encuentran los siguientes:

- Promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal.
- Articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras.
- Los Derechos de los Accionistas y Funciones Clave en el Ámbito de la Propiedad
- Tratamiento Equitativo de los Accionistas
- El Papel de las Partes Interesadas en el Gobierno Corporativo
- Revelación de Datos y Transparencia
- Las Responsabilidades de la Junta Directiva

En consecuencia, los beneficios para la compañía por la implementación de un sistema de buen gobierno corporativo son:

- Incremento en la valoración de las empresas
- Mejor desempeño operacional
- Mayor facilidad de acceso al capital o reducción de su costo
- Disminución del riesgo de crisis financieras
- Fortalecimiento de las relaciones con otras partes interesadas

Empleados

Al 30 de noviembre de 2018, la compañía contó con la colaboración de 178 empleados (166 colaboradores a junio de 2018), siendo el área de ventas la de mayor peso.

Adicionalmente se debe destacar que en la compañía no existen 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.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Empresas vinculadas o relacionadas[48]

Al 30 de noviembre de 2018, MAREAUTO S.A. mantuvo relación con varias empresas que conforman el Grupo Corporación Maresa Holding, cuyas actividades y tipo de relación se detallan a continuación:

CUADRO 19: EMPRESAS VINCULADAS[49]

Empresa	Relación	Actividad
DISTRIVEHIC	Comercial	Proveedor de vehículos, repuestos, mantenimiento
AUTOSHARECORP	Comercial	Proveedor de vehículos, repuestos, mantenimiento
GLOBALMOTORS	Comercial	Proveedor de vehículos, repuestos, mantenimiento
MAREAUTO COLOMBIA	Accionista	Mareauto Ecuador presta servicios técnicos y apoyo administrativo
MAREAUTO PERÚ	Accionista	Mareauto Ecuador presta servicios técnicos y apoyo administrativo

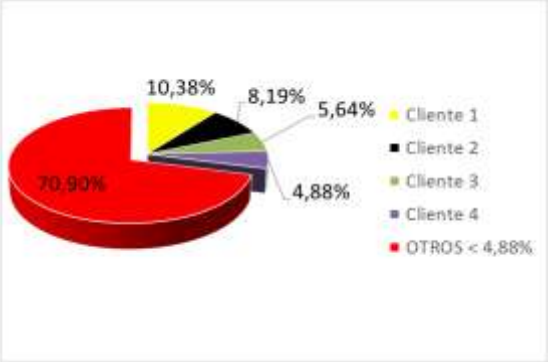
Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

Los principales clientes que MAREAUTO S.A., posee son los del mercado de alquiler de Flotas, donde se observa que al 30 de noviembre de 2018, el principal cliente mantuvo una participación de 10,38% sobre el total de ventas, mientras que el siguiente se ubicó en 8,19%, el restante 81,43% estuvo distribuido entre clientes con una participación inferior al 4,88%, lo que evidencia que la compañía dispone de un amplio portafolio de clientes y no concentra sus ingresos en uno solo.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES NOVIEMBRE 2018[50]



Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Con respecto a las cuentas por cobrar, MAREAUTO S.A., tiene como política que todo cliente corporativo diario tiene 30 días de crédito después de emitida la factura, mientras que los clientes de flota tiene el mismo plazo, sin embargo el crédito corre después de haber sido recibida la factura. Cuando un cliente esté en mora, la gestión de cobro es realizada dentro de un plazo máximo de 5 días, posterior a ello la compañía cobra interés a partir del primer día de atraso. Toda excepción es aprobada por la Gerencia General.

Finalmente, al realizar un análisis de la antigüedad de las cuentas por cobrar, se puede observar que al 30 de noviembre de 2018, la cartera estuvo conformada principalmente por cartera por vencer en un 93,34% (59,21% en diciembre de 2017), la misma que según la práctica comercial incluye la cartera vencida hasta 30 días. Dentro de la cartera vencida, destaca la vencida más de 31 a 60 días que representó el 2,54% (26,78% a diciembre de 2017) y más de 60 días el 4,12% (4,45% a diciembre 2017). Lo anterior evidencia una adecuada gestión de cobro por parte de la compañía, situándola en una categoría bastante adecuada.

[48] El Emisor se acogió a sigilo bursátil de sus vinculadas por administración

[49] A partir del 01 de diciembre de 2017 se realizó la fusión de las empresas MAZMOTORS y Mareadvisor hacia la empresa Distrivehic. Actualmente se encuentran en proceso de transición; sin embargo no afecta la relación comercial y administrativa con MAREAUTO S.A.

[50] El Emisor se acogió a sigilo bursátil de sus clientes, por lo tanto se asignó un nombre genérico a cada uno de ellos

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Proveedores[51]

Al referirnos a los proveedores de MAREAUTO S.A., se debe indicar que mantiene relaciones comerciales con empresas de prestigio en el mercado nacional como internacional. Es así que los tres principales proveedores a noviembre de 2018 significaron un 32,87% de las compras totales (37,05% a diciembre de 2017), mientras que el 67,13% estuvo representado por proveedores con una participación inferior al 4,96%, mismos que son concesionarios que proveen vehículos, repuestos y servicios de mantenimiento.

Como política interna, MAREAUTO S.A. establece que toda compra de bien o servicio deberá ser cancelada entre 30 y 120 días contados a partir de la fecha de emisión de la factura.

Políticas de la Empresa

Política de Precios

MAREAUTO S.A. establece su precio por segmento de negocio, por lo que al referirse a la línea de alquiler diario (corto plazo) se incluye precios y protecciones de los vehículos para alquilar por categoría. Actualmente la compañía cuenta con 15 categorías segmentado entre automóviles, SUV pequeño, SUV grande, camionetas (4x2, 4x4, cabina simple y doble, entre otros) por los que puede optar el cliente. Adicionalmente, ofrece accesorios como por ejemplo: rastreo satelital, sillas de bebé, modem para wifi, etc. Adicionalmente, la tarifa se basa en análisis del mercado local y la competencia.

En cuanto a la línea de alquiler de flota (largo plazo), la tarifa o canon de arrendamiento se define en base a un análisis financiero tomando en cuenta el tipo de vehículo, el plazo por el que lo utilizará el cliente, el tipo de uso que se dará al vehículo, kilómetros recorridos y otros parámetros. La tarifa ofrecida al cliente incluye los servicios de mantenimiento, atención al cliente 24/7, seguro, vehículo sustitutivo y asesoramiento pos-venta.

Política de Financiamiento[52]

La compañía para su crecimiento requiere alto apalancamiento para las compras de vehículos, por lo que en su estrategia de financiamiento considera las siguientes fuentes: Instituciones financieras, Mercado de Valores, Multilaterales.

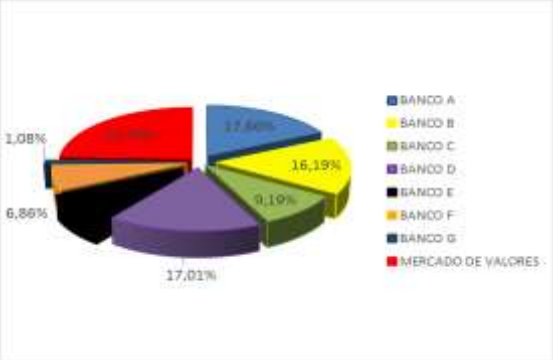
La deuda financiera de la compañía constituye el principal componente del pasivo, que reflejó una tendencia relativamente estable a lo largo de los periodos analizados respecto al financiamiento de los activos, pues luego de haber financiado el 52,51% en 2015 pasó a financiar el 51,63% en el año 2017 y 54,96% a noviembre de 2018.

Las fuentes de financiamiento de la empresa provienen de entidades financieras nacionales, así como de recursos captados a través del Mercado de Valores, a continuación se ilustra la conformación de la deuda financiera de la compañía:

[51] El Emisor se acogió a sigilo bursátil de sus proveedores.
[52] El Emisor se acogió a sigilo bursátil de sus acreedores.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

GRÁFICO 6: DEUDA CON COSTO (NOVIEMBRE 2018)



Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de Inversiones[53]

MAREAUTO S.A. ha ido perfeccionando su operación de manera constante durante los últimos 3 años. Las inversiones realizadas se han concentrado en la compra de activos fijos, principalmente vehículos, las cuales están directamente relacionadas a una mayor generación de ingresos a través del alquiler diario y para cumplir con las demandas de sus contratos de flotas. MAREAUTO S.A. mantiene la política de renovación de vehículos que demanda la franquicia de AVIS RENT A CAR. Los vehículos de alquiler de diario se renuevan cada 2 y 3 años dependiendo de la categoría del vehículo y los kilómetros recorridos, y los contratos de renta de flotas expresan el periodo en el cual MAREAUTO S.A. se compromete a renovar la flota.

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

MAREAUTO S.A., es una compañía anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Agencia Nacional de Tránsito, entre otras.

Adicionalmente, es importante indicar que la compañía ha sido certificada bajo la norma ISO 9001:2008, luego de un proceso de auditoría realizado en el mes de noviembre 2015 por parte de la empresa Aenor Internacional, siendo la primera y única rentadora de vehículos del país en poseer la mencionada certificación[54].

En diciembre de 2017, MAREAUTO S.A. se re-certificó cumpliendo con el estándar de la nueva versión ISO-9001:2015. En el último trimestre del año 2018, se realizó la renovación por 3 años en la certificación de Calidad ISO 9001-2015, demostrando una excelencia en el servicio.

Responsabilidad Social

- **Declaración de Dedicación Social y Ambiental:** MAREAUTO S.A., es una empresa con un enfoque de Responsabilidad Social Corporativa. Cuenta con políticas, códigos y procedimientos que controlan, regulan y definen directrices para tratar aspectos como la prohibición del trabajo infantil, trabajo forzado, manejo de desechos peligrosos, entre otros.
- **Riesgos e impactos ambientales y sociales:** MAREAUTO S.A. cuenta con una Política Ambiental y diferentes procedimientos para la identificación de riesgos, manejo de seguridad y salud ocupacional, control de accidentes laborales, mantenimiento predictivo y preventivo, capacitación para el personal, manejo de desechos y respuesta en caso de emergencia. Además dispone de mecanismos para la atención de quejas internas y a la comunidad.

[53] Prospecto de Oferta Pública.
[54] Actualmente MAREAUTO S.A. se encuentra en proceso de actualización hacia la norma ISO 9001-2015.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

- **Eficiencia del uso de los recursos y prevención de la contaminación:** MAREAUTO S.A. con la colaboración de Mennonite Economic Development Agency (MEDA) implementó a finales de 2015 una lavadora ecológica con trampas de grasa en dos talleres, con la cual se reutiliza y ahorra el agua. Además, cuenta con un procedimiento de reciclaje de llantas, baterías, lubricantes usados con gestores ambientales certificados por el Ministerio del Ambiente. Durante el año 2016 se implementó el programa "Cultura de Ahorro" que tiene por objeto optimizar el uso de recursos existentes en la compañía.
- **Salud y seguridad de la comunidad:** La Responsabilidad Social Corporativa de Mareauto está basada en proyectos ambientales, la seguridad que su flota puede proporcionar a los clientes y mejores prácticas de conducción. Así mismo promueven iniciativas como “Abrazo Más Seguro”, el cual promueve el uso de las sillas para bebés en los vehículos o Telematics, programa que implementa el uso de tecnología para ver maneras más seguras de conducir.
- Adicionalmente MAREAUTO S.A. apoya a 8 organizaciones benéficas.

Riesgo Legal

La administración de MAREAUTO S.A., informa que por su giro de negocio el uso del vehículo de alquiler está sujeto a riesgos como accidentes, choques, robos, entre otros, por lo que al 30 de noviembre de 2018 mantiene algunos casos en trámite, sin embargo, estos no representan un riesgo para la normal operatividad de la compañía.

Liquidez de los títulos

Con fecha 18 de enero de 2016, Casa de Valores SUCAVAL S.A, inició la colocación de los valores, determinando que hasta 18 de octubre de 2016, logró colocar el 75,48% (USD 7,55 millones) del total de la emisión aprobada (USD 10,00 millones).

MAREUATO S.A. ha incursionando bajo esta modalidad de financiamiento a través de emisión de obligaciones, papel comercial y titularizaciones de flujos conforme se puede evidenciar en el siguiente detalle.

CUADRO 20: PARTICIPACIONES EN EL MERCADO DE VALORES A NOVIEMBRE DE 2018 (USD)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital
Emisión de Obligaciones	2017	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2017.00020394	8.000.000	8.000.000	5.666.667
Segunda Emisión de Obligaciones	2015	SCVS.IRQ.DRMV.2015.918	10.000.000	10.000.000	4.300.000
Papel Comercial	2015	SCVS.IRQ.DRMV.2015.917	2.000.000	2.000.000	Cancelada
Primera Emisión de Obligaciones	2013	Q.IMV.2013.03064	12.000.000	12.000.000	Cancelada
Titularización de Flujos	2010	Q.IMV.2010.2658	5.000.000	5.000.000	Cancelada

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

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

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

CUADRO 21: PRESENCIA BURSÁTIL A NOVIEMBRE 2018 (USD)

Fecha	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
jun-18	0	0.00	21	-
jul-18	0	0.00	22	-
ago-18	1	26,000.00	22	0,045
sep-18	0	0.00	20	-
oct-18	0	0.00	22	-
nov-18	0	0.00	20	-

Fuente: Operaciones Cerradas de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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

- Durante el último trimestre 2018, se realizó una mejora de la imagen del Taller de Quito y Guayaquil (rotulación, señalización y área de recepción) alineado como parte de World Class Dealer.
- Reubicación de agencia de MANTA aprovechando sinergias en instalaciones de Distrivehic en Manta con nueva imagen en el mes de Diciembre.
- Se encuentra en la fase final para la firma del contrato de financiamiento con el BID y CII por USD 30 millones para los 3 Mareautos.
- Implementación de una nueva estructura para potenciar el negocio de venta de vehículos usados.
- Alianzas estratégicas con concesionarios para ofrecer servicios de taller más cercanos a sus clientes.
- Apertura de un taller en uno de los clientes más importante de la compañía para dar un servicio de mantenimientos preventivos.
- El Representante de los Obligacionistas con fecha 17 de diciembre de 2018 emitió su informe de gestión.
- A raíz de la incorporación de global motors al Grupo Corporación Maresa, se apertura una nueva categoría para alquiler de corto plazo (Diario) con vehículos Chery Tiggo 2 que es considerado un Cross (entre automóvil y SUV).
- En enero de 2018, entró en producción el nuevo sistema SAP S4HANNA que permitirá la evaluación de rentabilidades desde la perspectiva de Negocio, Agencia, Canal y Cliente.
- Avis fue nombrada por Rental Cars como la rentadora por los clientes por segundo año consecutivo en los aeropuertos de Quito y Guayaquil.
- Con fecha 27 de diciembre de 2017, en la Ciudad de Lima se reunió la Junta General de Accionistas de MAREAUTO PERU S.A. con el objetivo de someter a consideración el aumento de capital con el fin de fortalecer patrimonialmente la sociedad. Con estos antecedentes, MAREAUTO S.A. manifestó el interés en participar como accionista de la sociedad mediante el aporte en efectivo de la suma de USD 2,00 millones el depósito que se realizaría hasta el 31 de diciembre de 2017.
- Se aprobó la Ley Orgánica de reactivación económica, la cual incrementó la tasa de impuesto a la renta para sociedades pasando del 22% al 25%. Este cambio se aplica para el ejercicio económico 2018.
- La ANT emitió una reforma al reglamento de funcionamiento de las compañías de a alquiler de vehículos, donde se autoriza alquilar solamente vehículos livianos y hasta camiones ligeros con 3,5 Toneladas de carga; ya no se permite alquilar vehículos de carga pesada.

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. Por esta razón, el sector automotriz aporta a la economía del país, dado q
ue emplea materia prima, insumos y tecnología para la elaboración de automóviles, de este modo incentiva la cadena productiva, que beneficia a las empresas relacionadas en este proceso.

A noviembre 2018 el sector automotor ecuatoriano está conformado por cuatro empresas ensambladoras, 92 firmas autopartistas, 81 empresas de carrocerías, 1.271 comercializadores e importadores de vehículos nuevos y usados, 137 establecimientos de venta de motocicletas y 3.126 empresas de comercio automotor como talleres, mecánicas, venta de partes, etc. Sector que genera alrededor de 56.801 puestos laborales.[55]

El sector automotriz durante los últimos años se ha visto afectado por distintas medidas, como lo son los registros de importación, cupos de importación, salvaguardas e impuesto a la salida de divisas entre los más

55 http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2018/03/boletin%2017%20espanol%20resumido.pdf

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

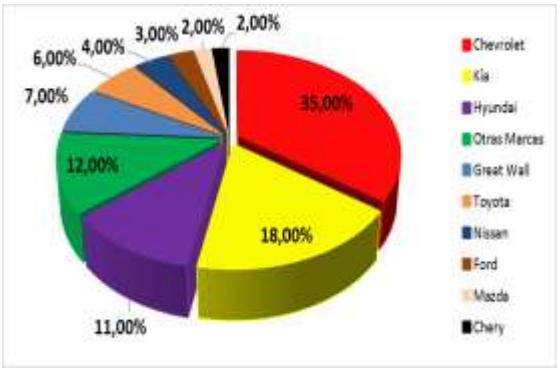
importantes. Como antecedente el Comité de Comercio Exterior (COMEX) dio a conocer el 05 de enero de 2015 un nuevo recorte tanto para los cupos de importación de vehículos como para las partes o CKD para su ensamblaje, que redujo los cupos hasta en un 57%. Según mencionó la presidenta de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador, la reducción fue en el orden del 40% para autos importados y del 20% para CKD (partes y piezas para el ensamblaje local).

Es importante mencionar que desde el primer día en que entró en vigencia el Acuerdo con la Unión Europea (UE) se contó con una reducción porcentual del arancel. La reducción del pago de los importadores varía conforme a las condiciones del tratado y la desgravación rige para todas las marcas que cuentan con plantas en territorio europeo, independientemente de si se trata de empresas de otros orígenes. Como parte de la negociación se establecieron períodos de desgravación para canastas de productos. En el caso del sector automotor, el punto de partida de la desgravación es el arancel vigente al momento de la negociación y se consideran cuatro períodos: inmediato, 5, 7 y 10 años, a partir de la entrada en vigencia. Así, para el caso de los motocultores, tractores, tractocamiones y buses la desgravación fue inmediata. Para los camiones de más de 9,3 toneladas y de más de 20 toneladas, la desgravación es gradual en un plazo de cinco años. Vehículos livianos, incluyendo automóviles, vans, SUV tienen un plazo de desgravación de siete años y los camiones livianos, ultralivianos, medianos y camionetas, un plazo de 10 años.[56] En cifras generales, destacó el crecimiento de ventas de vehículos europeos del 138 %, el ingreso de 17 nuevos modelos y 3 nuevas marcas a raíz de la vigencia del acuerdo.[57]

De acuerdo con datos publicados por la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE)[58] en su página web, de enero a diciembre del año 2017 se han vendido 105.077 unidades. Esto representó un 49,59% más que en diciembre del 2016, cuando se vendieron 70.241 vehículos. Para noviembre de 2018 el número de unidades vendidas fue de 12.088, mientras que a noviembre de 2017 se vendieron 11.567 unidades, es decir se vendieron 4,50% más. Por otro lado es necesario mencionar que del total de ventas de unidades de noviembre de 2018, dentro de los vehículos livianos (automóviles, camionetas, SUV) las marcas más representativas fueron Chevrolet con el 35% del total de ventas y Kía con el 18% 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:

GRÁFICO 7: VENTA TOTAL DE VEHÍCULOS (UNIDADES) ENERO 2017-NOVIEMBRE 2018

GRÁFICO 8: VENTA DE VEHÍCULOS LIVIANOS (UNIDADES) ENERO-NOVIEMBRE 2018

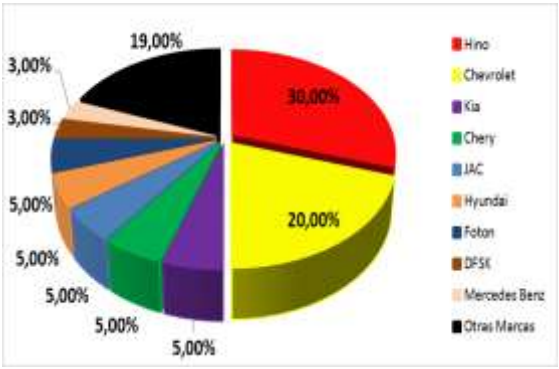


Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

[56] https://lahora.com.ec/noticia/1102034109/noticia
[57] https://www.eluniverso.com/noticias/2018/05/15/nota/6760662/venta-autos-europeos-crece-acuerdo-ue
[58] http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2017/12/boletin%2015%20espanol%20resumido.pdf

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

Se han importado 155.296 automóviles entre enero del 2017 y octubre del 2018; de los cuales se han vendido una cantidad de 219.244[59] vehículos, lo que significó un desarrollo beneficioso para el sector, realizando énfasis en 2017, que tras el retiro de las restricciones de cupos de importación, se evidenció que se registraron mayores ventas.

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DE LA IMPORTACIÓN Y VENTA DE VEHÍCULOS (ENERO A OCTUBRE DE 2018)[60]

Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

Cabe mencionar que durante el año 2018, la reducción de precios de los autos provenientes de la Unión Europea ha obligado a otras concesionarias a reforzar sus campañas de promoción. Desde que entró en vigencia el acuerdo con el bloque, en enero del 2017, los precios de los vehículos europeos han bajado en un 13%, debido a la eliminación progresiva de aranceles. Aunque su participación cayó en el último año, las marcas de los vehículos no europeos dominan el mercado. Chevrolet, KIA y Hyundai son las más vendidas. Juntas captaron el 64% del mercado total de autos livianos, según datos hasta noviembre de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (Aeade). La cifra supone una caída respecto de noviembre del año pasado, cuando esas tres marcas se llevaban el 69% del pastel de ventas. Paralelamente creció la participación en el mercado de las marcas europeas. Frente a ello, las casas comerciales activaron estrategias. Una de ellas es la introducción de nuevos modelos y marcas.

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, alta inversión en infraestructura e inventario, no existe apertura de la marca en el Ecuador para nuevas concesiones, requerimiento de personal especializado en la marca KIA.

[59] http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2018/07/boletin%2022%20ingles%20resumido.pdf
[60] La información mencionada, es la última información obtenida de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE)

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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

El negocio de Renting a nivel mundial, según un estudio realizado por Zion Market Research, el mercado global de alquiler de autos fue valorado en aproximadamente 58,26 billones de dólares en 2016, y se espera que alcance los 124,56 billones en 2022, creciendo anualmente alrededor del 14% entre 2017 y 2022.

El renting corporativo, una tendencia que crece a nivel mundial y en Ecuador, plantea un nuevo modelo de negocio por partida doble. Por una parte, brinda la posibilidad a las empresas de generar ahorros y disminuir su carga administrativa, pues una flota propia implica costos de mantenimiento, reparación, depreciación, entre otros. Por otra parte, impulsa un modelo de negocio flexible que ofrece una flota para cubrir las necesidades empresariales sin que la empresa cargue con los costos operativos que ello significa, ya que la empresa de renting corporativo se encarga de toda la gestión administrativa de la flota, desde su adquisición, trámites de matriculación, seguros y mantenimiento, hasta inclusive su venta al final de la vida útil de los vehículos.

La tendencia del renting está tomando fuerza en el país. Las principales empresas ya trabajan bajo esta nueva figura de servicios. En los últimos cinco años (2013-2017) este negocio ha registrado un crecimiento acumulado de 69% y anual de 14%. Esta tendencia ha atraído nuevos competidores en el mercado ecuatoriano como Sixt, Alamo, Entreprise y National en el negocio de renting de corto plazo. En el negocio de renting de largo plazo, se está evidenciando una estrategia agresiva por parte de la competencia donde se están proponiendo tarifas muchos más bajas.[61]

Posición Competitiva de la Empresa

MAREAUTO S.A. es líder de mercado en el alquiler de vehículos a nivel nacional, con una participación de mercado superior al 46% en el corto plazo y 37% en el largo plazo, en sus dos principales líneas de negocio como es el alquiler de vehículos diarios y de flota[62]. La mencionada posición se da gracias a varios elementos diferenciadores que la compañía mantiene frente a sus competidores.

MAREAUTO S.A. mantiene varios competidores en sus líneas de negocio de alquiler de vehículos diarios o corto plazo y el segmento de flota o largo plazo.

MAREAUTO S.A., se acogió al sigilo bursátil y solicitó excluir el análisis FODA del presente informe, en razón de considerarlo información sensible para su negocio.

Riesgo operacional

Existen riesgos que pueden 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, ambientales, fallas humanas, etc.

Uno de los riesgos a los que se expone MAREAUTO S.A., de acuerdo a las actividades que desempeña, se encuentra asociado a la posibilidad de que el Gobierno Ecuatoriano profundice en mayores 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, lo que directamente afectaría a la compañía en el mantenimiento y adquisición de vehículos. Adicionalmente, dentro de este punto se puede relacionar que si existe un incremento del patio vehicular en las principales ciudades donde opera la empresa, se pueden aplicar medidas restrictivas como el pico y placa, o a su vez, en la ciudad de Quito afectar con esa medida a más vehículos. Sin

[61] http://numbersmagazine.com/articulo.php?tit=el-renting-corporativo-una-tendencia-que-crece-en-ecuador
[62] La participación en el mercado se encuentra medida en función del número de unidades.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

embargo de lo anterior, MAREAUTO S.A. compra anualmente aproximadamente entre 500 y 600 vehículos, un monto muy inferior a lo que se vende en el sector automotriz y es importante mencionar que no ha sido afectado por las regulaciones aplicadas en la industria automotriz.

En cuanto a la posible desaparición de su proveedor, esto no es un riesgo preocupante para la compañía, puesto que ellos trabajan con concesionarios y talleres de distintas marcas y no concentran sus compras sobre una sola.

En el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, afecten la operación de la compañía, MAREAUTO S.A. ha suscrito varias pólizas de seguro en distintas ramas, las mismas que se van renovando de acuerdo al vencimiento y de acuerdo al ramo al que pertenecen, manteniendo siempre una adecuada cobertura. Las pólizas tienen diferentes fechas de vencimiento, Accidentes Personales, Buen Uso De Anticipo, Cumplimiento De Contrato, Dinero Y Valores, Equipo Electrónico, Fidelidad, Incendio, Incendio Flotante, RC Para Directores y Administradores, Responsabilidad Civil, Robo, Transporte Interno Vehículos, Vehículos Pesados, en el transcurso del año 2019 , finalmente tres de las pólizas de cumplimiento contrato se vencen en diciembre 2020 y 2021.

Otro de los riesgos a ser considerados es el relacionado con la información relevante de la operatividad de la empresa, para lo cual MAREAUTO S.A. posee varios procedimientos y políticas informáticas para respaldar la información, sobre su recuperación, manejo, seguridad, entre otros.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **MAREAUTO S.A.**, se realizó en base a los informes auditados de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados 30 de noviembre de 2017 y 30 de noviembre de 2018.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de MAREAUTO S.A., tienen una evolución positiva durante los periodos analizados, ya que crecieron de USD 28,76 millones en 2014 a USD 35,65 millones en 2017. Uno de los factores principales del crecimiento es el incremento del número de unidades de alquiler, cierre de nuevos contratos, renovación de contratos e incremento de vehículos con clientes ya existentes y un mayor número de vehículos vendidos. Otro de los factores que influyó fue el incremento en ventas principalmente en el canal corporativo y mayores ingresos de reservas internacionales.

Adicionalmente la línea de alquiler de vehículos flota presentó ingresos ligeramente por encima de 2017, gracias a la gestión comercial realizada por la compañía.

Para noviembre de 2018, los ingresos totalizaron USD 33,68 millones con un incremento de 4,16% con respecto a noviembre de 2017 cuando registraron un valor de USD 32,33 millones, como efecto del aumento del alquiler de vehículos diario en un 13,34% y alquiler de vehículos flota en un 12,34% con respecto a noviembre de 2017, lo que fue impulsado por el crecimiento del canal corporativo, sumado al ingreso de nuevos clientes de renting flexible y a una mayor colocación de vehículos en el negocio de flota.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

GRÁFICO 11: ESTRUCTURA DE INGRESOS (NOVIEMBRE 2018)

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Con respecto al costo de ventas, se observa que su representación sobre los ingresos presentó una tendencia relativamente estable a lo largo de los años, desde 52,35% en 2014 hasta el 58,27% al cierre de 2016 y 57,41% en 2017, dentro de los cuales se observa que los rubros de mayor aporte fueron el costo por alquiler de vehículos flota y costos de por venta de vehículos.

Es importante mencionar que el aumento, en términos monetarios de los costos en el año 2017, se dio como efecto de la adquisición de accesorios para vehículos, la adecuación de su agencia ubicada en el Coca y la implementación de un sistema SAP HANA.

En los periodos interanuales, los costos de ventas presentaron una disminución en su representación sobre los ingresos al pasar de 58,79% en noviembre de 2017 a 56,04% en noviembre de 2018, evidenciando una optimización de los recursos gracias a que los precios de venta de la flota de un cliente importante fueron superiores al promedio del año, lo que le permitió alcanzar un margen bruto con una mejor posición frente a los ingresos, al representar el 43,96% (41,21% de los ingresos en noviembre de 2017).

En cuanto a los gastos operacionales, que contienen rubros administrativos, de ventas y de participación a trabajadores, registraron un comportamiento decreciente en su representación sobre los ingresos, desde el 27,51% en 2014 hasta el 25,73% en diciembre de 2017, se debe acotar que para este último periodo (2017) los gastos operativos crecieron levemente frente a lo reportado en 2016, debido al incremento de los costos de personal en el área de ventas generado por un aumento en el número de personas del área comercial, además el incremento también fue por el aumento de comisiones de tarjetas de crédito.

Para noviembre de 2018, los gastos operacionales reflejaron un leve incremento en su participación sobre los ingresos, pues representaron el 25,18% de los ingresos (23,79% de los ingresos en noviembre de 2017), como efecto del incremento en el rubro de sueldos (acorde a los lineamientos de la empresa), así como la contratación de 2 gestores de flota en la agencia Cuenca, Machala y Headcount completo (vacantes 2017) y a los gastos atados a mayores ventas.

Tras lo expuesto anteriormente, la utilidad operacional de la empresa creció, al pasar de USD 5,79 millones (20,14% de los ingresos) en 2014 a USD 6,28 millones (18,07% de los ingresos) en 2016, lo que demuestra que la compañía posee los recursos suficientes para cubrir los costos y gastos propios de la operación.

Para diciembre de 2017, la utilidad operativa decrece a USD 6,01 millones (16,87% de los ingresos), producto del registro de mayores gastos de administración y ventas, sin embargo, ésta fue suficiente para cubrir de manera adecuada los gastos propios de la operación.

Para noviembre de 2018, el margen operativo creció a 18,78% de los ingresos, luego de haberse posicionado en 17,42% de los ingresos en noviembre de 2017, siendo estos resultados suficientes para cubrir sus costos y gastos.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

GRÁFICO 12: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros de MAREAUTO S.A. tuvieron una importante representación sobre los ingresos, puesto que promediaron (2014-2016) el 8,29%, con un valor que a diciembre de 2016 ascendió a USD 3,10 millones, superior con respecto de diciembre de 2015, cuando los gastos financieros totalizaron USD 2,92 millones, comportamiento que obedece a las variaciones que presenta la deuda financiera de la compañía. Al 31 de diciembre de 2017, los gastos financieros tuvieron una participación del 7,68% de los ingresos con un valor de USD 2,74 millones.

En los periodos interanuales, los gastos financieros evidenciaron un incremento casi imperceptible en su participación frente a los ingresos pues en noviembre de 2018 representaron el 7,90% de los ingresos, mientras que en noviembre de 2017 fue de 7,43%, como efecto del aumento de la deuda financiera.

Finalmente, MAREAUTO S.A., registró una utilidad neta decreciente desde USD 2,95 millones en 2014 (10,26% de los ingresos ordinarios) hasta USD 2,64 millones en 2016 (7,59%), debido a la aplicación de impuestos extraordinarios relacionados con la Ley Solidaria, derivada del terremoto del mes de abril de 2016, que la compañía asumió por USD 0,4 millones.

Al 31 de diciembre de 2017 la utilidad neta alcanzó un valor de USD 2,84 millones (7,97% de los ingresos), en donde se observa un incremento con respecto a su similar periodo 2016, producto del aumento de sus ventas en la línea alquiler de vehículos diario y venta de vehículos como se mencionó anteriormente, así como un mejor control de sus costos.

Para noviembre de 2018, la utilidad neta totalizó un valor de USD 2,43 millones (7,22% de los ingresos), evidenciando un imperceptible crecimiento en su participación sobre los ingresos, así como en valores monetarios en relación a noviembre de 2017 donde presentó un valor de USD 2,21 millones, representando el 6,82% de los ingresos, lo que obedece a mayores ingresos en sus líneas de negocio.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

MAREAUTO S.A., presenta indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y patrimonio (ROE) que en términos generales han venido disminuyendo entre los años 2014 y 2016, sin embargo a diciembre de 2017 se apreció un ligero aumento, lo que estuvo relacionado en gran medida al comportamiento de sus resultados netos.

Para los periodos interanuales los indicadores de rentabilidad se mantuvieron relativamente estables, como se indica en el siguiente detalle:

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

CUADRO 22, GRÁFICO 13: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2014	2015	2016	2017
ROA	5,80%	5,24%	4,10%	4,30%
ROE	20,07%	16,30%	13,48%	13,89%

Ítem	nov-17	nov-18
ROA	3,31%	3,25%
ROE	11,21%	11,95%

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) presentó un comportamiento creciente en términos monetarios, al pasar de USD 12,09 millones (42,04% de los ingresos) en 2014 a USD 13,72 millones (40,91% de los ingresos) en 2015.

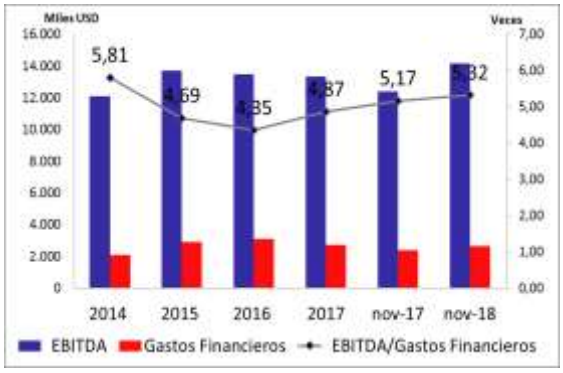
En el año 2016, el EBITDA (acumulado) experimentó un ligero descenso, ubicándose en USD 13,50 millones (38,85% de los ingresos), sin embargo para el año 2017 tuvo un decremento imperceptible al totalizar un valor de USD 13,33 millones (37,37% de los ingresos). A pesar de ello, los valores arrojados evidencian que la compañía contó con una importante generación de flujos provenientes de su operación.

Al 30 de noviembre de 2018 el EBITDA (acumulado) se registró por USD 14,16 millones, cuya participación sobre los ingresos se ubicó en 42,03%, porcentaje superior al alcanzado en noviembre de 2017 (38,39% de los ingresos con una suma de USD 12,41 millones), lo que estuvo atado a la evolución de margen operativo, el cual le permitió generar recursos propios suficientes para la operación normal de la compañía.

CUADRO 23, GRÁFICO 14: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (USD Miles)

Ítem	2014	2015	2016	2017
EBITDA	12.091	13.717	13.497	13.325
Gastos Financieros	2.081	2.923	3.102	2.738
Cobertura (EBITDA/ Gastos Financieros) (veces)	5,81	4,69	4,35	4,87

Ítem	nov-17	nov-18
EBITDA	12.411	14.155
Gastos Financieros	2.402	2.661
Cobertura (EBITDA/ Gastos Financieros)	5,17	5,32



Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

El total de activos de MAREAUTO S.A., registra una evolución positiva durante el periodo analizado, puesto que pasó de USD 50,88 millones en el 2014 a USD 66,04 millones en el 2017 y USD 74,85 millones en noviembre de 2018, donde se observa que la cuenta que mantiene mayor representación es la de vehículos de alquiler que representó en promedio el 64,15% del total de activos en los períodos anuales 2014-2017 (65,43% a noviembre de 2018), siendo este el principal activo generador de negocio de la compañía.

La segunda cuenta más representativa del activo fue inversiones temporales, donde se pudo apreciar un incremento en la participación dentro del total de activos, pasando de 4,26% de los activos en el 2014 a 20,24%

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

de los activos en el 2016, no obstante, para diciembre de 2017, éstas disminuyen hasta representar el 18,31% de los activos y el 9,63% en noviembre de 2018, como efecto de la cancelación normal de las mismas. Las inversiones de la compañía se encuentran distribuidas en bancos, fondos de inversión y un colateral / SBLC. Las inversiones realizadas en bancos y fondos de inversión provienen del excedente en el flujo de caja, y las realiza con la finalidad de que la empresa gane intereses sobre dicho excedente y con esos recursos esperan realizar cancelaciones de sus deudas existentes.

Los inventarios de la compañía se componen principalmente de vehículos, los mismos que pasan del activo no corriente a disponibles para la venta cuando termina su vida útil (en el caso de alquiler diario), o cuando termina el contrato con los clientes del negocio de alquiler de flota, con ello se cierra el ciclo del negocio. Es importante mencionar que el rubro inventarios al 2016 reportó una disminución importante con respecto del 2015, pasando de USD 2,40 millones a USD 0,98 millones respectivamente, debido a que el número de vehículos disponibles para la venta que en 2015 fue mayor al de 2016, sin embargo para el año 2017 los inventarios se recuperan nuevamente hasta alcanzar la suma de USD 2,04 millones. Para noviembre de 2018 la cuenta inventarios totalizó USD 4,04 millones, superior en 97,93% al rubro alcanzado en diciembre 2017, este incremento se debe a que en el último trimestre se renovaron flotas grandes de vehículos de alquiler, estos vehículos serán vendidos en el primer trimestre del 2019.

Gran parte de las cuentas por cobrar recaen sobre el segmento de flota y la venta de vehículos usados, donde estos últimos, como su nombre lo dice, son comercializados a través de diferentes canales, una vez que han cumplido su vida útil, así mismo la compañía cuenta con otros canales de distribución como son: mayoristas, patios de venta, subastas, concesionarios, personas naturales, entre otros.

Se debe indicar que, en noviembre 2018 se incrementó la cuenta otros activos de largo plazo en un 98,85% frente a lo arrojado en diciembre de 2017, producto a la inversión que mantiene la empresa en Mareauto Perú por USD 4,00 millones.

Pasivos

Los pasivos son la principal fuente de financiamiento de la empresa, dado que en términos generales su participación sobre el total de activos registró 71,11% en 2014, 69,02% en 2017 y 72,82% en noviembre de 2018, siendo las obligaciones con costo la cuenta más representativa dentro de su composición.

En lo referente a los pasivos corrientes, su porcentaje de financiamiento sobre los activos fue creciente, dado que entre los años 2014 y 2016 pasó de 36,18% a 41,77%, lo cual se atribuye principalmente a la adquisición de mayor deuda con costo.

A partir de diciembre de 2017 el financiamiento de los pasivos corrientes sobre el total de activos decreció al pasar a 32,90% en ese año a 30,37% en noviembre de 2018, lo que obedece al comportamiento de sus obligaciones con el sistema financiero principalmente de corto plazo.

Cabe mencionar que para diciembre de 2017 las cuentas por pagar relacionadas y otras cuentas por pagar también reflejaron un decremento, debido a que para este periodo la empresa compró menos vehículos a sus compañías relacionadas en el primer caso y en el segundo es a razón del devengo mensual de los anticipos que la empresa realiza a sus clientes.

Al 31 de diciembre de 2017 las obligaciones con costo de corto plazo financiaron el 18,40% de los activos (14,97% en noviembre de 2018), la misma que contiene rubros correspondientes a préstamos con entidades financieras y emisión de obligaciones. La segunda cuenta de mayor relevancia fueron las cuentas por pagar a proveedores con el 9,81% (10,20% a noviembre de 2018) de los activos.

En cuanto a los pasivos no corrientes, el financiamiento sobre los activos decreció de 34,93% en 2014 a un 27,83% en 2016, siendo su cuenta más representativa, préstamos, puesto que a diciembre de 2016 financió el 24,36% de los activos.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Al 31 de diciembre de 2017 el financiamiento de activos con pasivos no corrientes fue del 36,12% (42,45% en noviembre de 2018) en donde las obligaciones financieras y con el mercado de valores fueron las de mayor participación dentro del activo con el 33,23% (39,99% en noviembre de 2018).

Patrimonio

El patrimonio de la compañía, durante todos los periodos analizados refleja una tendencia creciente en su comportamiento, pues pasa de USD 14,70 millones (28,89% de los activos) en 2014 a USD 20,46 millones (30,98% de los activos) en 2017, comportamiento sustentado por la generación de utilidades, las mismas que se han ido acumulado. No obstante, para noviembre de 2018, este comportamiento se frena levemente, pues disminuyó a USD 20,35 millones (27,18% de los activos), debido a una reducción en la utilidad del ejercicio.

En cuanto a la conformación del patrimonio, históricamente la cuenta de mayor representación fue la de resultados acumulados, la misma que al 31 de diciembre del 2017 financió el 12,85% de los activos (11,73% a noviembre de 2018), seguido por las reservas con el 5,20% (4,58% en noviembre de 2018), el capital social con el 4,91% (4,33% en noviembre de 2018), los resultados por adopción NIIF con el 3,72% (3,28% a noviembre de 2018) y finalmente resultados del ejercicio con el 4,30% (3,25% a noviembre de 2018).

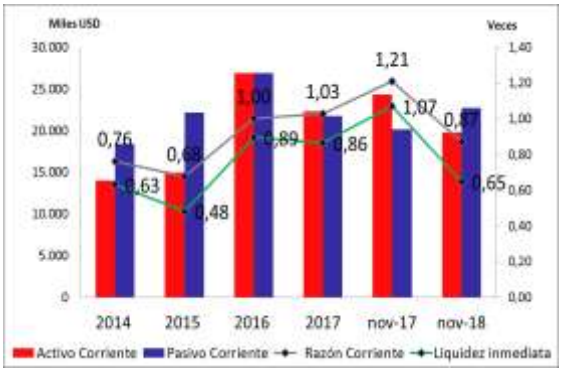
El capital social de la empresa por su parte no ha tenido variación alguna durante los periodos analizados, manteniéndose por un valor de USD 3,24 millones entre diciembre de 2014 a noviembre de 2018.

Flexibilidad Financiera

CUADRO 24, GRÁFICO 15: NIVEL DE LIQUIDEZ (miles USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente	14.038	15.033	26.918	22.342
Pasivo Corriente	18.408	22.196	26.892	21.726
Razón Circulante (veces)	0,76	0,68	1,00	1,03
Liquidez Inmediata (veces)	0,63	0,48	0,89	0,86

Ítem	nov-17	nov-18
Activo Corriente	24.345	19.825
Pasivo Corriente	20.134	22.735
Razón Circulante	1,21	0,87
Liquidez Inmediata	1,07	0,65



Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

A partir del año 2016, los indicadores de liquidez, presentan una tendencia ligeramente creciente, pues luego de haber registrado 1,00 veces en ese año, pasa a 1,03 veces en diciembre de 2017; siendo importante mencionar que por el giro del negocio, sus activos productivos se registran dentro del activo no corriente. Para noviembre de 2018, este indicador decae a 0,87 veces, debido a una reducción en sus activos corrientes.

En función de lo anterior, la compañía mostró un capital de trabajo negativo hasta el año 2015, no obstante, para diciembre de 2016, éste se recupera ligeramente a USD 0,03 millones (0,04% de los activos totales), creciendo aún más para el año 2017, en donde arrojó un capital de trabajo de USD 0,62 millones (0,93% de los activos), producto de la desaceleración del pasivo corriente, más no por un incremento del activo corriente.

Para noviembre de 2018, el capital de trabajo nuevamente arroja resultados negativos debido al registro de menos inversiones y de su efectivo, es así que éste significó el -3,89% de los activos lo que podría repercutir de cierta manera en la capacidad para llevar a cabo sus actividades con normalidad en el corto plazo.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Indicadores de Eficiencia

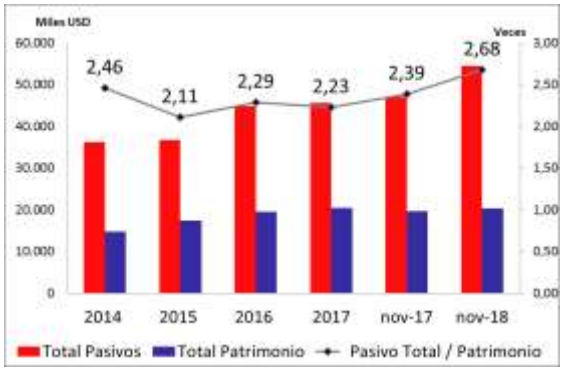
MAREAUTO S.A. mejoró levemente su eficiencia en la gestión de cobros, al presentar una tendencia decreciente del indicador periodo de cobros, desde 69 días en 2014 hasta 50 días en 2017, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso de tiempo.

Por otra parte, al referirnos al indicador Plazo de proveedores (periodo de pago a proveedores), se observa que prácticamente la compañía se apalanca sobre éstos, ya que el lapso de pago es superior al de cobro. Al 31 de diciembre de 2017 el plazo de pago a proveedores fue de 118 días.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Históricamente, la compañía se ha financiado principalmente con recursos de terceros; es así que el nivel de endeudamiento medido a través del apalancamiento (pasivo total / patrimonio), pasó de 2,46 veces en 2014 a 2,23 veces en 2017 (2,68 veces en noviembre 2018), lo que evidencia el comportamiento estable de estructura de financiamiento.

GRÁFICO 16: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), mostró un comportamiento relativamente estable durante todos los periodos analizados, arrojando 2,38 años en el año 2014, 2,40 años en 2016 y 2,56 años al cierre de diciembre del 2017 (2,73 años en noviembre de 2018), lo que refleja el lapso en el cual la compañía podría cancelar su deuda financiera con recursos provenientes de su operación.

En cuanto a la relación pasivo total frente al EBITDA (anualizado), se pudo determinar que a diciembre de 2017 la compañía se encontraba en capacidad de cubrir el total de sus obligaciones en 3,42 años (3,62 años en noviembre de 2018), rubro superior a lo presentado en los años previos (2014-2016}.

Contingentes

De acuerdo a información reportada por la compañía, MAREAUTO S.A al 30 de noviembre de 2018 no registra obligaciones en calidad de codeudor o garante. No obstante, presenta una garantía de carta de crédito Stand by en donde el banco local de Ecuador emite dicha carta a favor de los bancos de locales de Colombia y Perú, con la finalidad de garantizar el pago de las obligaciones contraídas con MAREAUTO Colombia y Perú.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

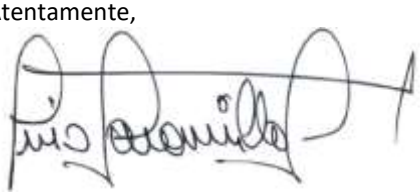
Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil[63]

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

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

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Ing. Andrea Salazar
Analista

[63] https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)

Cuenta	2014	2015	2016	nov-17	2017	nov-18
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes	2.906	2.246	5.252	1.339	1.269	2.299
Inversiones temporales	2.169	2.116	13.028	14.678	12.090	7.205
Cuentas por cobrar comerciales	5.553	5.618	5.063	3.870	4.812	3.613
Provisión por deterioro	(266)	(598)	(544)	-	(598)	-
Inventarios	852	2.401	975	1.703	2.041	4.040
Otros activos corrientes	2.823	3.250	3.143	2.755	2.728	2.668
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	**14.038**	**15.033**	**26.918**	**24.345**	**22.342**	**19.825**
Propiedad, planta y equipo neto	1.190	1.204	1.090	1.604	1.867	2.039
Vehículos para alquiler	35.600	37.849	36.348	40.709	39.816	48.977
Otros activos no corrientes	53	82	29	18	2.018	4.012
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	**36.843**	**39.134**	**37.467**	**42.331**	**43.701**	**55.028**
TOTAL ACTIVOS	**50.881**	**54.167**	**64.385**	**66.676**	**66.042**	**74.854**
PASIVOS						
Préstamos y Mercado de Valores	11.924	14.965	16.646	9.983	12.152	11.205
Cuentas por pagar proveedores	4.376	3.083	3.972	7.407	6.476	7.634
Otros pasivos corrientes	2.108	4.148	6.274	2.745	3.098	3.896
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	**18.408**	**22.196**	**26.892**	**20.134**	**21.726**	**22.735**
Préstamos y Mercado de Valores	16.798	13.476	15.685	24.913	21.945	29.931
Otros pasivos no corrientes	974	1.075	2.235	1.958	1.912	1.842
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	**17.772**	**14.551**	**17.920**	**26.871**	**23.857**	**31.773**
Deuda Financiera	**28.722**	**28.441**	**32.330**	**34.896**	**34.097**	**41.136**
Deuda Financiera C/P	11.924	14.965	16.646	9.983	12.152	11.205
Deuda Financiera L/P	16.798	13.476	15.685	24.913	21.945	29.931
TOTAL PASIVOS	**36.180**	**36.747**	**44.812**	**47.005**	**45.583**	**54.508**
PATRIMONIO						
Capital Social	3.242	3.242	3.242	3.242	3.242	3.242
Reservas	3.032	3.327	3.611	3.432	3.432	3.432
Resultados por adopción NIIF	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456
Resultados acumulados	3.019	5.554	7.624	8.335	8.486	8.784
Resultados del ejercicio	2.951	2.840	2.638	2.205	2.843	2.432
TOTAL PATRIMONIO	**14.701**	**17.420**	**19.573**	**19.670**	**20.459**	**20.346**

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2014	2015	2016	nov-17	2017	nov-18
Ingresos operativos	**28.764**	**33.532**	**34.738**	**32.333**	**35.654**	**33.679**
Costo de ventas	15.058	18.545	20.243	19.010	20.467	18.875
MARGEN BRUTO	**13.706**	**14.987**	**14.495**	**13.323**	**15.187**	**14.804**
Total Gastos Operacionales	7.913	8.596	8.217	7.691	9.173	8.479
UTILIDAD OPERACIONAL	**5.792**	**6.392**	**6.278**	**5.632**	**6.014**	**6.325**
Gastos Financieros	2.081	2.923	3.102	2.402	2.738	2.661
Otros Ingresos	354	331	589	85	530	132
Otros Egresos	140	77	157	280	96	322
UTILIDAD ANTES DE IMPTOS.	**3.924**	**3.722**	**3.608**	**3.036**	**3.710**	**3.474**
Impuesto a la renta	974	882	970	831	867	1.042
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	**2.951**	**2.840**	**2.638**	**2.205**	**2.843**	**2.432**

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2014	2015	2016	nov-17	2017	nov-18
Gastos Operacionales / Ingresos	27,51%	25,63%	23,66%	23,79%	25,73%	25,18%
Utilidad Operacional / Ingresos	20,14%	19,06%	18,07%	17,42%	16,87%	18,78%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	10,26%	8,47%	7,59%	6,82%	7,97%	7,22%

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	196,31%	225,04%	237,96%	255,45%	211,55%	260,10%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	7,24%	8,94%	16,39%	-8,81%	15,27%	-7,82%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	70,55%	102,92%	117,57%	108,93%	96,32%	109,43%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	20,07%	16,30%	13,48%	11,21%	13,89%	11,95%
Rentabilidad sobre Activos	5,80%	5,24%	4,10%	3,31%	4,30%	3,25%
Liquidez						
Razón Corriente	0,76	0,68	1,00	1,21	1,03	0,87
Liquidez Inmediata	0,63	0,48	0,89	1,07	0,86	0,65
Capital de Trabajo	-4.370	-7.163	26	4.211	616	-2.909
Capital de Trabajo / Activos Totales	-8,59%	-13,22%	0,04%	6,32%	0,93%	-3,89%
Cobertura						
EBITDA	12.091	13.717	13.497	12.411	13.325	14.155
EBITDA anualizado	12.091	13.717	13.497	13.387	13.325	15.069
Ingresos	28.764	33.532	34.738	32.333	35.654	33.679
Gastos Financieros	2.081	2.923	3.102	2.402	2.738	2.661
EBITDA / Ingresos	42,04%	40,91%	38,85%	38,39%	37,37%	42,03%
EBITDA/Gastos Financieros	5,81	4,69	4,35	5,17	4,87	5,32
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,20	0,22	0,19	0,16	0,18	0,15
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	0,67	0,87	1,22	0,75	0,72	0,63
Gastos de Capital / Depreciación	3,21	2,38	1,68	2,88	2,79	3,29
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,46	2,11	2,29	2,39	2,23	2,68
Activo Total / Capital Social	15,69	16,71	19,86	20,57	20,37	23,09
Pasivo Total / Capital Social	11,16	11,33	13,82	14,50	14,06	16,81
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	2,38	2,07	2,40	2,61	2,56	2,73
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	2,99	2,68	3,32	3,51	3,42	3,62
Deuda Financiera / Pasivo	79,39%	77,40%	72,15%	74,24%	74,80%	75,47%
Deuda Financiera / Patrimonio	195,38%	163,27%	165,18%	177,41%	166,66%	202,18%
Pasivo Total / Activo Total	71,11%	67,84%	69,60%	70,50%	69,02%	72,82%
Capital Social / Activo Total	6,37%	5,99%	5,04%	4,86%	4,91%	4,33%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	28,89%	32,16%	30,40%	29,50%	30,98%	27,18%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	69	56	50	49	50	43
Plazo de Proveedores (días)	107	84	109	134	118	139

Fuente: MAREAUTO S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.