

Ecuador Quinto Seguimiento

PROAUTO C.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Fecha del último cambio
Primera Emisión de Obligaciones	"AA"	"AA -"	Oct, 31/11

NR: No Registra

Resumen Financiero

USD Millones	2007	2008	2009	2010	2011
Activos	16,64	18,52	16,26	22,11	24,46
Ventas	46,16	55,22	55,05	75,81	84,62
Margen EBITDA (%)	3,82	2,76	2,85	2,82	3,63
ROA (%) **	8,35	5,66	18,45	10,61	7,74
Capitalización (%)	26,86	27,75	8,40	35,58	31,16
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	2,76	5,12	1,00	5,04	2,49

**Utilidad empleada para el cálculo del ROA considera deducción del 15% de participación a trabajadores y 25% de impuesto a la renta.
(x) Indicador en Número de veces.

Características de la Emisión

1era Emisión de Obligaciones	
Emisor:	PROAUTO C.A.
Monto Original:	USD 4'000.000,00
Monto Colocado:	USD 4'000.000,00
Monto en circulación:	USD 2'943,721.12
Clase A:	Tramo I: USD 2.5 MM Tramo II: USD 1.5 MM
Plazo de cada tramo:	1.440 días (4 años)
Fecha Emisión:	Tramo I: 02-Agos-2010 Tramo II: 28-Jul-2010
Fecha de Vencimiento:	Tramo I: 02-Agos-2014 Tramo II: 28-Jul-2014
Fecha Aprobación SIC:	09-jul-10
Cupón de Interés:	TPR + 3%
Periodicidad del reajuste:	Tasa reajutable cada 90 días
Pago de Interés:	Trimestral
Amortización:	Semestral
Modalidad Cálculo Pago:	Capital e intereses Base 30/360
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	CAPEX, Sustitución pasivos, Capital de trabajo
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.
Agente Colocador:	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.
Agente Pagador:	Banco de la Producción S.A.
Representante Obl.:	Bondholder Representative S.A.

Actividad del Emisor: Concesionario autorizado por General Motors del Ecuador para comercializar la línea completa de vehículos Chevrolet en la provincia de Pichincha.

Contactos

Patricia Pinto; (593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Ana Zurita R; (593 2) 254 83 93
a.zurita@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: Febrero 29, 2012

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 31, 2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

En base a los estados financieros internos al 31 de diciembre del 2011, y demás información presentada por la Compañía, el Comité de calificación de BankWatchRatings S.A. decidió mantener la calificación de la primera emisión de obligaciones de PROAUTO C.A. en "AA" (Doble A) que, de acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

"Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general"

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

La calificación otorgada se fundamenta en la capacidad de la Compañía para generar flujos operativos suficientes para honrar sus obligaciones, en los resultados sustentables que ha alcanzado en los períodos de análisis, en su buen posicionamiento en el mercado que además está respaldado por la marca que comercializa y en la estabilidad y experiencia de sus administradores principales.

La Compañía se encontrará en una etapa de menor crecimiento en los próximos años, como consecuencia de la coyuntura del sector automotor, sin embargo consideramos que PROAUTO estará en capacidad de sortear los riesgos de la industria y mantener sus márgenes en los mismos niveles. Se espera que el negocio, que va a requerir de un menor capital de trabajo genere los recursos suficientes para cubrir los cargos fijos y la deuda financiera de corto plazo.

Es importante recalcar que PROAUTO se encuentra más protegido que otros concesionarios frente a las recientes medidas arancelarias y tributarias impuestas por el Gobierno por el segmento de vehículos al que atiende y debido a que su inventario se abastece en su mayor parte de vehículos de ensamblaje nacional. La Administración

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch Ratings considera que son confiables. BankWatch Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



espera que el incremento del costo derivado de los aranceles impuestos a los CKDs sea asumido y diluido por sus proveedores principales, lo cual ayudará a sostener los márgenes en los niveles indicados.

Los niveles de endeudamiento y liquidez de la empresa son consistentes con las estrategias planteadas al corto y mediano plazo. Los indicadores de apalancamiento se han reducido respecto a los observados en la calificación original gracias a la liberación del contingente que PROAUTO mantenía al ser garante de los accionistas y debido a la menor exposición del patrimonio dada la disminución de inversiones en empresas relacionadas.

Para los próximos años (período 2012-2014) y bajo el contexto esperado de menor crecimiento en ventas, no se prevé mayor endeudamiento para CAPEX ni dividendos por lo que no se esperaría que la deuda de PROAUTO se aumente de manera significativa. El riesgo de refinanciamiento de la deuda financiera de corto plazo se mitiga por el acceso que la Compañía ha demostrado tener a líneas de crédito bancarias y al mercado de valores.

Consideramos que la empresa seguirá siendo generadora de flujos operativos positivos y suficientes para pagar las obligaciones adquiridas. La necesidad de financiar capital de trabajo dependerá del crecimiento del negocio, sin embargo, de acuerdo a lo que proyecta la administración no se esperan requerimientos importantes por este lado y en todo caso este financiamiento estaría respaldado por la propia generación de corto plazo.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- El Comité de Comercio Exterior (COMEX) en Agosto del 2011 decretó las resoluciones No. 17 y No. 18 que establecen la emisión de licencias para la importación de vehículos y sus partes. El objetivo de esta medida apunta a reducir en un 20% la importación de vehículos y en un 5% la importación de partes para el ensamblaje (CKDs).
- La Resolución No. 18 contempla la aplicación de un arancel escalonado a las importaciones de CKDs de automóviles y camionetas de acuerdo a su cilindraje. Existirá una reducción porcentual del arancel en caso de que se incorporen en el proceso de ensamblaje CKDs de origen nacional; así por cada 2% de contenido nacional se reducirá el arancel en un 1%.
- El COMEX realizó hasta el mes de Octubre de 2011 nuevas reformas a la Ley, las mismas que se incorporaron en las resoluciones No. 24 y No. 30. El propósito de este nuevo dictamen fue reducir el número de partidas que requieren licencias para importar. En el caso del sector automotor la medida se mantiene dado que es el que concentra el mayor volumen de importaciones.
- De acuerdo a la resolución No.24, las personas naturales o jurídicas que importen CKDs o vehículos destinados a transporte público que pertenezca al Programa de Renovación del Parque

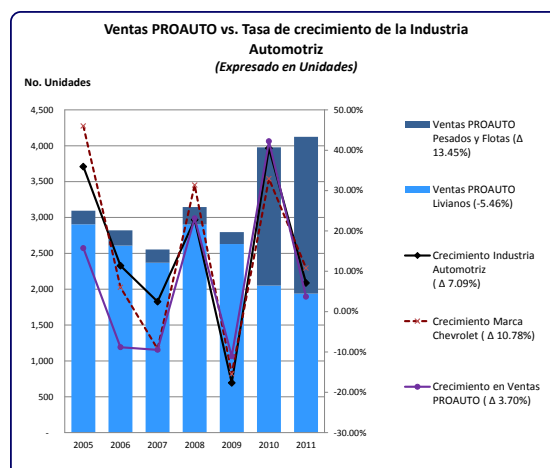
Automotor “RENOVA” estarán exentos de solicitar licencias de importación.

- El Servicio de Rentas Internas estableció en su Reforma Tributaria del 2012 nuevos impuestos que están siendo cobrados durante el proceso de matriculación vehicular y que se instituyen en función del cilindraje y valor comercial de cada vehículo.
- El Impuesto a la salida de capitales (ISC) pasa del 2% al 5%, influyendo en el precio final de los automotores y propiciando a su vez incrementos en el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE).
- El aumento en el precio promedio de vehículos nuevos y usados se relaciona adicionalmente con el agresivo ingreso de marcas japonesas y coreanas al mercado cuyas monedas se revalorizaron respecto al dólar.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

(Por favor remitirse al Anexo 2)

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



El 2011 marcó un nuevo récord histórico en ventas para el sector automotor, alcanzando más de 139 mil unidades vendidas, lo cual representa un crecimiento del 7.09% respecto al año anterior. La industria automotriz fue en este año beneficiaria directa de la liquidez de la economía, de la apertura del sistema financiero al crédito de consumo y de la dinámica del gasto público en obra vial e infraestructura que requiere de vehículos y maquinaria pesada.

Si bien el sector tuvo un crecimiento de alrededor del 19,2% en la primera mitad del 2011, el ritmo de crecimiento de la industria se desaceleró a partir de agosto.11 como consecuencia de las medidas adoptadas por el Gobierno. Al parecer las nuevas normas en materia de comercio exterior pretenden el establecimiento de un modelo de sustitución de importaciones. No obstante, el país no tiene una industria automotriz autosuficiente, pues la mayoría de vehículos comercializados localmente son importados.



La coyuntura actual se contrapone con el comportamiento natural de la industria automotriz que había demostrado ser estacional al concentrar el mayor volumen de ventas en el último trimestre de cada año. Es decir que el crecimiento de la industria pudo haber sido mayor de no ser por las nuevas medidas gubernamentales que han afectado especialmente a la oferta de automotores.

De acuerdo a los actores involucrados, el proceso de aprobación de licencias para la importación se desenvuelve lentamente, y por tanto podría ocasionar retrasos de entre 60 a 90 días en la planificación de ventas del sector para el 2012.

A fines del 2011 ya se evidenció un desabastecimiento de producto terminado en vista de que los vehículos que habían sido importados con antelación a las medidas arancelarias no podían ser desaduanizados. El inventario que las empresas automotrices tenían antes de las medidas ha debido abastecer la demanda del mercado del último trimestre del año 2011 e inclusive la de enero 2012.

Adicionalmente se observa una restricción de oferta en determinados modelos de gama alta, pues algunas marcas han optado por importar vehículos con menores accesorios y complementos, a fin de que el impacto arancelario y tributario en el precio final de los automotores sea menor. Esta situación es consistente además con el comportamiento de la demanda que al ser sensible al precio se ha volcado hacia el consumo de los modelos más pequeños y de menor equipamiento.

Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica. Cabe indicar sin embargo que el motor de crecimiento de la industria automotriz continúa siendo el segmento de vehículos particulares (automóviles), que como se indicó es el más sensible al precio y concentra el 44.74% de las ventas del sector.

El escenario previsto para el 2012 se presenta restrictivo para la segunda mitad del año, cuando los concesionarios empiecen a alcanzar sus cupos de importación. En ese sentido, Chevrolet al estar respaldado por una ensambladora nacional (Omnibus BB) tendrá menos dificultades¹.

Los vehículos ensamblados en el Ecuador tienen alrededor de un 14% de componentes nacionales. Los cupos de importación y aranceles establecidos a los CKD's pretenden que el porcentaje de material originario ecuatoriano aumente a un 20% a fin de impulsar a las 60 empresas de autopartes que hay en el país².

En el 2012 la industria automotriz en general se encontrará en una etapa de menor crecimiento y márgenes más reducidos frente a un entorno cada vez más competitivo.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

PROAUTO C.A. es una empresa madura (22 años de operación) que ha logrado crecer y posicionarse en su nicho de mercado principal y ganar exclusividad en segmentos claves del negocio automotor.

La Compañía logra mitigar parcialmente los riesgos de la industria gracias a la orientación de su negocio que se dirige a cubrir un segmento de vehículos de trabajo (pesados y flotas) cuya demanda ha demostrado ser menos elástica al precio y debido a que su inventario se abastece mayoritariamente de vehículos de ensamblaje nacional.

Las medidas arancelarias relacionadas con los CKDs, los cupos establecidos a la importación y el incremento del impuesto a la salida de divisas generarán eventualmente una contracción de las ventas en el 2012 que vendrá no por el lado de la demanda sino por la escasez de producto terminado. De acuerdo a las perspectivas de la Administración, la casa Matriz (GM) y su proveedor principal (Omnibus BB) absorberán el incremento en el costo, derivado de los nuevos aranceles.

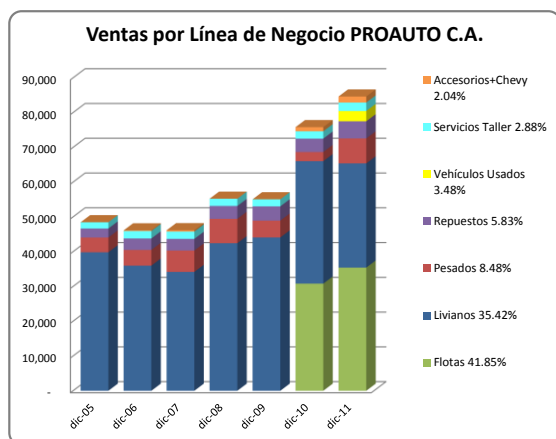
PROAUTO está adicionalmente respaldado por el buen posicionamiento que tiene Chevrolet en el mercado, marca que se encuentra cubierta dados los niveles de stock de inventario que acumuló en el transcurso del 2011. La marca Chevrolet representó a Dic.11 el 42.4% de la venta de automotores en el país, concentrándose en su mayoría en la provincia de Pichincha.

PROAUTO ocupa el segundo lugar del mercado en su plaza principal (Pichincha) y la sexta posición a nivel nacional participando con alrededor del 7.42% de las ventas de la marca Chevrolet. Por otro lado, al pertenecer al Grupo Empresarial MEP, PROAUTO tiene la posibilidad de abarcar otras zonas geográficas del país. El Grupo representa en conjunto el 21% de la venta bruta de los concesionarios Chevrolet del país.

La línea de negocio de vehículos se encuentra categorizada en cuatro ramas principales: vehículos livianos, pesados, usados y flotas. De estas, la venta de flotas y vehículos livianos constituyen los segmentos más importantes del negocio y se colocan en su mayoría en clientes corporativos, gremios y personas naturales. Como se aprecia en el gráfico a continuación, la Compañía proporciona además servicios de taller, venta de repuestos e instalación de accesorios y dispositivos de seguridad.

¹ El Tiempo, "Sector automotriz sin certezas", Enero 2012

² Ministerio de Industrias, Buró de análisis "El sector automotriz planifica los pedidos hasta con año y medio de anticipación", Septiembre 19, 2011.



PROAUTO cuenta con un portafolio diversificado de clientes; alrededor del 46% de las ventas se colocan en clientes individuales (ventas al por menor), el 27% son clientes corporativos, el 14% pertenece a gremios como fuerzas armadas y policía nacional y el 13% restante corresponde a clientes de diversos sectores económicos.

El negocio de PROAUTO está concentrado en la ciudad de Quito; la empresa tiene cinco puntos de venta principales, de los cuales la agencia Matriz concentra más del 50% de las operaciones. A partir del 2006 se apertura una nueva sucursal en Cayambe aprovechando el desarrollo de las actividades agroindustriales de esta zona.

La Compañía tiene capacidad limitada para transferir sus costos al mercado dado que los precios están establecidos por General Motors y dada la estructura del mercado y específicamente de su negocio cuenta con bajo poder de negociación con proveedores; el 70% del inventario se abastece de un solo proveedor: Omnibus BB.

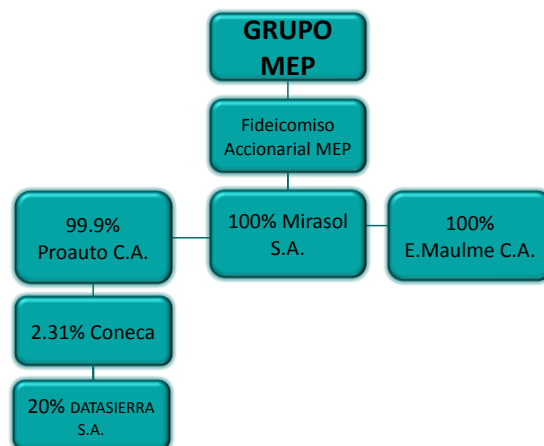
■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

El Grupo MEP está constituido además de PROAUTO por los concesionarios Chevrolet: Mirasol que opera en la zona Austro y E.Maulme localizado en Guayaquil y Machala. Las acciones de estas tres empresas pertenecen actualmente al Fideicomiso Accionario MEP, constituido en Octubre del 2009 con el objetivo de concentrar los paquetes accionarios de las empresas del Grupo.

PROAUTO era propietario del 99.47% de las acciones de Mirasol S.A. y del 80% de las acciones de E.Maulme C.A. En el caso de las acciones de Mirasol, que fueron vendidas en el 2009, la venta se realizó a crédito por un valor de USD 2.975M a un plazo de 5 años y a una tasa del 9.33%. La deuda contraída por los accionistas se contabiliza en el balance de PROAUTO como una cuenta por cobrar de largo plazo cuyo saldo a Dic.11 es de USD 1,873M.

La venta de acciones de E.Maulme se realizó de contado e implicó una entrada de flujo de efectivo por USD 1,005M en el 2010; estos fondos constituyen un soporte importante para la liquidez actual.

La estructura del Grupo bajo la figura del Fideicomiso se mantendrá hasta que se liquide totalmente la deuda de los accionistas con PROAUTO, es decir hasta el 2014, plazo de vigencia establecido en las condiciones iniciales del préstamo.



PROAUTO es propietario del 2.31% de las acciones de CONECA (comercializadora de vehículos) y del 20% de las acciones de DataSierra³ (empresa de publicidad constituida en Ambato). Estas inversiones tienen una baja representación en balance, pues participan con el 0.11% del activo.

La transferencia de flujos a empresas relacionadas disminuye en relación al histórico conforme se amortiza la deuda de largo plazo asumida por los accionistas como consecuencia de la compra de acciones antes descrita. PROAUTO conserva en balance cuentas por cobrar de corto plazo a las relacionadas: E.Maulme, Mirasol y ASSA que surgen de la actividad comercial que la institución mantiene con las empresas del Grupo.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Estructura Accionaria PROAUTO C.A.		
ACCIONISTA	Capital Suscrito	%
1) Fideicomiso Accionario MEP	7,099,289	99.99%
Ex Vine Co. S.A.	3,549,645	50%
Venus S.A.	1,774,822	25%
Eduardo Iturralde Hidalgo	1,561,844	22%
Inmobiliaria Río Amarillo Cia. Ltda	212,979	3%
2) José Luis Sevilla Gortaire	355	0.01%
3) Venus S.A.	178	0.00%
4) Eduardo Iturralde Hidalgo	178	0.00%
Total Capital Social	7,100,000	100.00%

La estructura accionaria de PROAUTO se compone de cuatro socios principales, observándose una acentuada concentración de acciones en el Fideicomiso Accionario MEP, que a su vez está constituido mayoritariamente por las empresas Ex Vine Co. y Venus S.A. Estas empresas pertenecen a la Familia Sevilla y a la Familia Cuesta respectivamente.

³ Existe una relación de propiedad y administración con DATASIERRA en vista de que esta empresa también pertenece y es administrada por miembros de la familia Sevilla.



Los accionistas de PROAUTO son profesionales con experiencia en el mercado automotor que representan soporte técnico y eventualmente podrían representar soporte económico para la empresa.

• ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

PROAUTO ha tenido generalmente una posición conservadora en cuanto al manejo operativo y financiero de su negocio. De acuerdo a las estrategias planteadas en las proyecciones, la Compañía mantendría una postura moderada con tendencia a la baja en cuanto a su endeudamiento en los próximos años, en vista de que no se prevé crecimientos agresivos en ventas ni nuevas inversiones en activo fijo. Adicionalmente, se ha fijado un límite a la distribución de dividendos, los mismos que se concretarían considerando los niveles de endeudamiento y liquidez de la empresa.

La deuda financiera sobre capitalización (deuda financiera más patrimonio) se ha mantenido históricamente en alrededor del 30% en cada período, esta proporción disminuiría según las proyecciones en vista del entorno menos expansivo esperado.

En el 2010 la Administración mostró una mayor tolerancia al riesgo, pues decidió incurrir en deuda financiera en beneficio de su crecimiento y para expandirse a Calderón, un sitio estratégico para el negocio que le permitirá incrementar la generación de ingresos a futuro. Adicionalmente, en este año los accionistas requirieron de mayores dividendos para terminar de consolidar la reestructuración de la propiedad accionaria.

El enfoque comercial de PROAUTO para los próximos años se orienta a cubrir el mercado de vehículos pesados y flotas a través de este nuevo punto de ventas que se encuentra operativo desde Agos.11. y que incluye un taller de servicios especializado para camiones, taxis y camionetas.

Adicionalmente la Compañía quiere dar impulso al negocio de repuestos para camiones, línea que en el 2009 tuvo resultados importantes con el desarrollo de nuevos clientes y canales de ventas a Instituciones del Estado y que actualmente constituye una de los segmentos del negocio más rentables.

La estabilidad en la plana administrativa le ha permitido a la Compañía mantener una continuidad en la ejecución de sus estrategias y objetivos. BWR considera que los accionistas y principales administradores de la empresa son profesionales de prestigio en los círculos financieros, que conocen el mercado y administran sus negocios técnicamente.

PROAUTO está conformado por 208 empleados, distribuidos en las diferentes áreas del negocio, en especial en la rama de ventas y servicios de taller. La Compañía no tiene empleados jubilados o empleados activos con derechos adquiridos de jubilación patronal. No obstante, de acuerdo con la Ley, la Compañía ha

constituido la provisión para jubilación patronal basándose en estudios actuariales realizados por un profesional independiente. A la fecha de corte de este informe no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

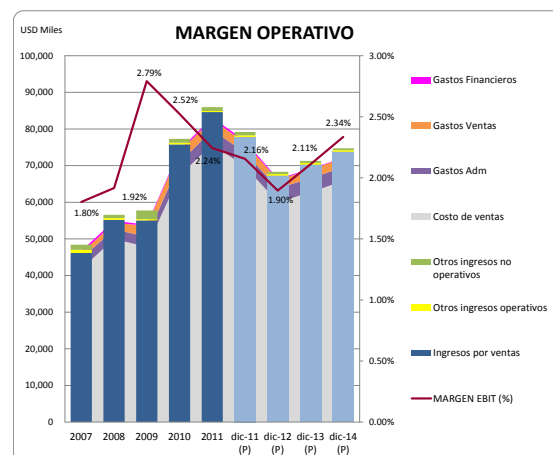
▪ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

El presente reporte se realizó en base a los estados financieros interinos al 31 de Diciembre del 2011, presentados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's).

A pesar de que la información financiera empleada en el análisis no es auditada, basamos nuestro criterio en balances firmados por el Representante Legal de la empresa.

▪ GESTIÓN OPERATIVA



PROAUTO C.A. alcanza su mayor dinamismo en ventas en los dos últimos años gracias a la coyuntura de la industria y especialmente por la decisión de la Compañía de incursionar de manera más agresiva en la comercialización de la rama de flotas y vehículos pesados.

A pesar de que estas líneas de negocio permiten cobrar precios más altos (en el caso de pesados) y crecer en volumen (en el caso de flotas), también implican mayores costos de inventario y mayor flexibilidad en la concesión de descuentos a clientes corporativos. Esta es la principal razón por la que el margen bruto se presiona en relación a los años 2009 y 2010, aunque se mantiene dentro del promedio histórico.

En su intención de diversificar las fuentes de ingresos y de sostener el margen bruto en los niveles actuales, la Compañía ha procurado dar impulso a las líneas de negocio que le resultan más rentables como: servicios de taller, Repuestos e instalación de Accesorios y dispositivos de seguridad. El negocio de postventa fue el que permitió generar un margen bruto extraordinario en el 2009, aun cuando disminuyó el volumen de venta de vehículos.



El crecimiento de las ventas se desaceleró en el 2011 como estaba previsto en las proyecciones presentadas por la empresa. No obstante, el impacto de las medidas arancelarias y tributarias sobre las ventas de PROAUTO fue menor al inicialmente previsto. Las ventas crecieron en 11.62% cuando se esperaba que crezcan únicamente un 2.65%.

Las proyecciones contemplan una contracción en la venta de vehículos livianos y flotas en el año 2012, situación que se relacionará al desabastecimiento de inventario, más no a una disminución de la demanda en el mercado. La rama de vehículos pesados continuará creciendo en los próximos años debido a que los camiones están siendo muy demandados por sectores económicos que están creciendo como el de la construcción y que se espera que crezcan, como en el caso del sector minero.

Si bien se espera una recuperación de las ventas a partir del año 2013, el crecimiento no excederá del 5%; es posible que hasta el 2014 no se logre alcanzar el volumen de ventas y la rentabilidad generada en años anteriores.

En todo caso, la Administración espera que el incremento del costo derivado de los nuevos aranceles, especialmente en CKD's, sea asumido y diluido por su principal proveedor, de modo que los márgenes se mantengan en los mismos niveles. Inclusive y según las proyecciones se espera que el margen bruto se incremente ligeramente a partir del año 2012 con la generación de ingresos provenientes del nuevo punto de ventas.

PROAUTO ha recibido otros ingresos operativos que son recurrentes y que provienen de la instalación de dispositivos de seguridad, del arriendo de vehículos a clientes corporativos, de la comisión en venta de vehículos usados y de los intereses generados por la cartera comercial. Estos ingresos que generalmente contribuyen con el resultado operativo tuvieron una reducción del 31.98% en relación al año anterior.

En el 2011 la Compañía implementó una política de control del gasto, que ha tenido más éxito en la disminución de los gastos de comercialización. El gasto representa el 7.99% de los ingresos operativos a Dic.11 y está conformado mayoritariamente por gastos administrativos con componentes fijos importantes. En el transcurso del 2011 surgieron gastos corporativos que están siendo incluidos dentro del gasto administrativo de la empresa. Estos gastos serán recurrentes en el futuro.

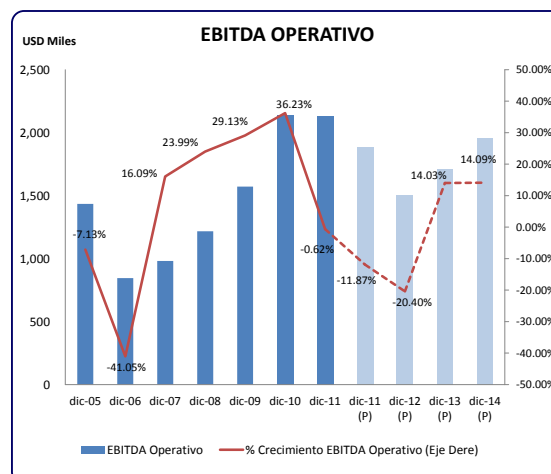
Dado que PROAUTO era propietario de las acciones de Mirasol y E.Maulme, la Compañía recibió hasta el año 2009 ingresos por dividendos de estas dos empresas (USD 1,924M). A partir del 2010 este tipo de ingresos se reduce en vista de la decisión de la Compañía de vender su participación accionarial en ambas empresas. Es de esperar que en los próximos años se perciban ingresos por dividendos de Coneca y Datasierra, sin embargo no serán representativos dada la pequeña participación accionaria que PROAUTO posee en dichas empresas.

En el 2010 y 2011 la Compañía recibió otros ingresos no operativos que provinieron de la asistencia técnica y administrativa que PROAUTO proporcionó a sus empresas relacionadas. La reducción de los ingresos por este concepto en este año se compensó parcialmente con el rendimiento generado por las inversiones temporales.

El costo estimado del financiamiento es de 12.02% a Dic.11 y muestra una tendencia a decrecer debido a la sustitución de deuda bancaria por la contraída con el mercado de valores. El gasto financiero ha representado históricamente el 1.42% de los ingresos operativos en promedio.

En este año PROAUTO obtuvo un EBITDA operativo similar al del año anterior. Las presiones en el margen bruto, la menor generación de otros ingresos operativos y el ligero incremento del gasto constituyen factores que contribuyeron a apretar el EBITDA en el 2011.

Las perspectivas de crecimiento son recesivas para el 2012 y se espera que el EBITDA operativo empiece a crecer nuevamente a partir del año 2013 en concordancia con la recuperación de las ventas.



*EBITDA Operativo considera la deducción del 15% de participación a trabajadores.

BWR considera que PROAUTO tendrá la capacidad de generar resultados suficientes en los próximos años permitiéndole cumplir con sus obligaciones. Es probable que la rentabilidad se reduzca especialmente en el 2012 como consecuencia de las medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno y en segunda instancia por la menor generación de ingresos no operativos, sin embargo la Administración tiene la expectativa de alcanzar en los próximos tres años retornos sobre activos entre el 6% y 8%.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

PROAUTO se ha dedicado a desarrollar su actividad comercial principalmente, es decir que el financiamiento al cliente no constituye un enfoque de negocio ni a corto ni a mediano plazo. Las ventas se realizan principalmente al contado y sólo alrededor de un 6.56% de las ventas es financiado directamente.

La cartera comercial asciende a USD 8.12MM a Dic.11 y representa el 33.02% del activo total. El 68.37% de las



cuentas por cobrar corresponde al crédito que PROAUTO da directamente a sus clientes flotistas (corporativos, empresariales, gremiales, institucionales). El 31.63% restante constituyen cuentas por cobrar a instituciones financieras, 22 en total entre Bancos, Sociedades Financieras y cooperativas, que financian a los compradores de consumo.

Para los clientes flotistas está establecido que el pago se realice máximo a los 180 días en el caso de vehículos y en el caso de los otros segmentos (vehículos usados, talleres y repuestos) a plazos cortos, menores a 60 días. Esto quiere decir que la mayor parte de la cartera que PROAUTO coloca directamente se recupera en el corto plazo. Alrededor del 17% de las cuentas por cobrar a sus clientes constituye cartera que devenga una tasa de interés aproximadamente del 15.2% y cuya gestión de cobro la ejerce PROAUTO.

Las políticas de otorgamiento de crédito directo son selectivas y requieren de tres niveles de aprobación. La originación y cobranza de la cartera de PROAUTO se rige por procesos y políticas definidas e implementadas, lo cual se refleja en la rotación estable de su cartera (34 días en promedio) y en su baja morosidad. La cartera vencida representa el 1.37% de la cartera bruta a Diciembre del 2011. Cabe indicar que el mayor deterioro se observa en la rama de talleres y repuestos.

El activo fijo (22.9% del activo total) presencia su mayor crecimiento en el 2011 ($\Delta 45.48\%$). La inversión más representativa en CAPEX constituye la implementación del nuevo punto de ventas en Carapungo. Adicionalmente la Compañía realizó adecuaciones a su casa Matriz y adquirió nuevos equipos de computación, maquinaria, muebles y enseres. De acuerdo a las proyecciones en el período (2012-2014) no se espera realizar nuevas inversiones en activo fijo.

El inventario (20.31% del activo total), crece principalmente en los años 2010 y 2011 para satisfacer el incremento de la demanda. Los días promedio de inventarios ha sido de 23 días en el período (2004-2011).

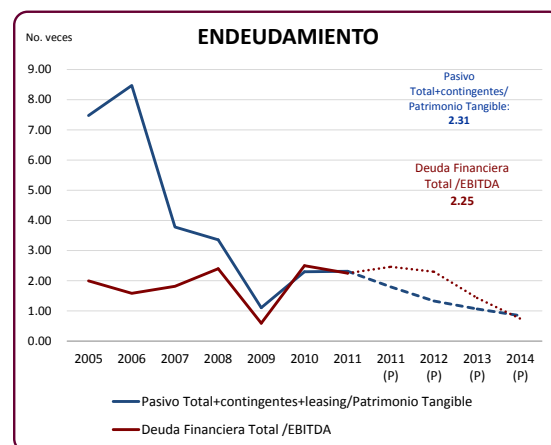
El inventario de PROAUTO se abastece en un 70% por vehículos ensamblados por Omnibus BB, su principal proveedor de vehículos livianos. El 18% es proporcionado por General Motors del Ecuador (vehículos livianos y pesados) y el 12% restante proviene de distintos proveedores locales de repuestos. En caso de que algún cliente de PROAUTO requiera un repuesto o vehículo en particular, otros concesionarios de la marca Chevrolet asociados a PROAUTO eventualmente satisfacen estos requerimientos.

PROAUTO financió durante 13 años el inventario de vehículos nuevos a través de GMAC del Ecuador. En el 2009 GMAC dejó de proveer crédito a todos los concesionarios en general como una estrategia interna de su casa matriz y estableció un convenio con un banco local. Dicho banco otorgó a PROAUTO una línea de

crédito por USD 6MM⁴ con el objeto de financiar su inventario otorgándole crédito a un plazo de 180 días y comprometiéndose a pagar directamente a General Motors del Ecuador. Al segundo día de vendido el carro, PROAUTO está en la obligación de cancelar la totalidad de la deuda que mantenga.

Cabe indicar que esta línea de crédito es revolvable y sólo se utiliza para financiar inventarios. A partir de agosto del 2010 PROAUTO recibió una línea de crédito abierta de otro banco local para financiar el inventario de repuestos. Las condiciones de las dos líneas otorgadas son similares.

■ ENDEUDAMIENTO



En el período 2004 – 2007 la empresa tuvo un apalancamiento alto debido a que su patrimonio apalancaba otros negocios del Grupo principalmente a través de inversiones y cuentas por cobrar. A partir del año 2009 la Compañía cuenta con un patrimonio fortalecido no sólo por la capitalización de utilidades sino primordialmente por la menor exposición del patrimonio debido a la disminución de inversiones en empresas relacionadas.

Los indicadores de endeudamiento mejoraron respecto a la calificación original adicionalmente por la liberación del contingente que PROAUTO mantenía desde mayo del 2010 al ser codeudor de los accionistas que financiaron la compra de acciones del Fideicomiso Accionario MEP.

Debe tomarse en cuenta que el patrimonio de PROAUTO continúa apalancando la deuda de los accionistas que se origina de la venta de acciones de Mirasol (USD 1.9MM) y otros negocios de sus relacionadas a través de cuentas por cobrar e inversiones temporales, por lo tanto se estresa el indicador de apalancamiento⁵ incluyendo en el pasivo las garantías otorgadas y restando del patrimonio los activos de incierta recuperación.

⁴En el 2009 esta línea fue de USD 4.8MM. De esta línea se ha utilizado alrededor del 85.1%.

⁵ El índice de apalancamiento considera el pasivo total + las garantías otorgadas con respaldo de Banco de Guayaquil para asegurar el cumplimiento de contratos con clientes corporativos/ Patrimonio Tangible

Patrimonio Tangible: Se restan del patrimonio las cuentas por cobrar de corto y largo plazo a relacionadas a accionistas, anticipos a proveedores, gastos pagados por anticipado, inversiones en empresas relacionadas, activos intangibles, activos diferidos y en general otros activos corrientes y no corrientes que sean de incierta recuperación.



Los niveles de endeudamiento de PROAUTO generalmente han dependido de las necesidades de crecimiento de la empresa y al momento son consistentes con las estrategias de corto y mediano plazo. En los dos últimos años se presentó el contexto propicio para que la Compañía crezca, aprovechando la liquidez de la economía, el despunte en el crédito de consumo y la coyuntura de mercados en expansión que requieren de vehículos pesados. Los indicadores de endeudamiento se incrementaron en el 2010 adicionalmente por la necesidad de financiar el pago de dividendos por el 78.53% de las utilidades del 2009.

El endeudamiento del 2011 se relacionó principalmente con la decisión estratégica de la Compañía de implementar un nuevo punto de ventas. Los inventarios pudieron ser financiados mediante deuda con proveedores, que fue mayor a lo que estaba previsto en términos de montos y días de financiamiento.

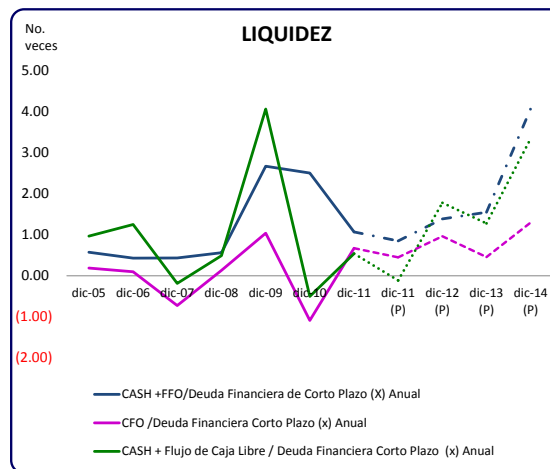
El índice de apalancamiento en relación al patrimonio tangible se ubicó en 2.31 veces a Dic.11, mientras que respecto a la generación el índice fue de 2.25 veces. De acuerdo a las proyecciones los indicadores de endeudamiento se irán reduciendo gradualmente en los próximos tres años dado que no se prevé mayor endeudamiento para CAPEX, ni dividendos y a medida que el endeudamiento se vaya liberando en función de la generación esperada.

En los próximos años se continuará observando reparto de dividendos dado que es una necesidad de los accionistas para honrar la deuda asumida por la compra de acciones de PROAUTO. Es importante mencionar sin embargo que la Administración ha establecido un límite de reparto mientras esté vigente la emisión de obligaciones. Así, en el 2011 se repartirán USD 900M en dividendos y para los próximos tres años el límite se ha establecido en USD 800M.

El ciclo del negocio de la empresa es de corto plazo al igual que las necesidades de financiar su capital de trabajo. La emisión de obligaciones constituyó una herramienta útil para la empresa pues le permitió realizar inversiones de largo plazo (nuevo punto de ventas de camiones en Carapungo) y financiar las cuentas por cobrar a relacionadas que se recuperarán en cinco años.

A medida que se amortice la deuda contraída con el mercado de valores PROAUTO cubrirá su requerimiento de capital de trabajo con la misma generación operativa del negocio y en caso de requerir fuentes adicionales mediante deuda bancaria. La empresa ha tenido acceso a fuentes de financiamiento en el sistema financiero y en el mercado de valores, las mismas que le han permitido una saludable restructuración de pasivos liberando la presión sobre la liquidez.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



El Flujo de Caja Operativo (CFO) muestra volatilidad en el tiempo dado que depende de las variaciones en el capital de trabajo, que se relacionan principalmente a la necesidad de financiar las cuentas por cobrar y los inventarios. Esta necesidad varía dependiendo del crecimiento en ventas y de la capacidad de la Compañía para efectivizar su cartera, lo cual normalmente genera requerimientos de capital de trabajo de corto plazo.

La liquidez del 2009 se vio favorecida gracias a la dinámica del negocio de postventa que permitió la generación de un EBITDA operativo atractivo y superior al histórico. Adicionalmente, en el 2009 PROAUTO recibió ingresos por concepto de dividendos de sus empresas relacionadas Mirasol y E.Maulme, lo cual incidió positivamente sobre el flujo de caja libre.

En los dos últimos años el negocio ha crecido de manera importante presionando los índices de liquidez. Esta situación obedece no sólo al incremento de la demanda sino también a la nueva orientación de la empresa para satisfacer el segmento de flotas y vehículos pesados que requiere de un capital de trabajo importante para abastecer los inventarios y que a su vez genera mayor necesidad para financiar la cartera comercial.

En el 2011 se observa mayor holgura en los indicadores de liquidez en primer lugar porque el negocio creció de manera más restringida en este año en comparación con el 2010 y debido a los recursos que la Compañía ha decidido mantener en caja y que provinieron de la venta de acciones de E.Maulme. El riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo se mitiga por el acceso que la empresa ha demostrado tener a líneas de crédito bancarias y al mercado de valores.

La necesidad de financiar capital de trabajo en los próximos años dependerá del crecimiento del negocio, que, a su vez estará condicionado a los efectos coyunturales de la industria automotriz. De acuerdo a lo que proyecta la Administración no se esperan requerimientos importantes por este lado y en todo caso este financiamiento estaría respaldado por la propia generación de corto plazo. Consideramos que la Compañía seguirá siendo generadora de flujos operativos positivos y suficientes para pagar las obligaciones adquiridas.



A Dic.11 PROAUTO mantiene USD644M en inversiones temporales que corresponde a una letra de cambio perteneciente a uno de sus accionistas. Los índices de liquidez y endeudamiento fueron sensibilizados sin considerar esta inversión. De acuerdo a la Administración, esta letra con vencimiento Enero 2012 fue cancelada en tiempo y forma.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

ACTIVOS USD Miles	Dic-11	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Intangibles, Diferidos y en Litigio	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1,388		1,388		1,388
Cuentas por Cobrar Comerciales	8,078		8,078		8,078
Cuentas por Cobrar Relac C/P	860		860		860
Inversiones Temporales	706		706		0
Inventario Livianos Fiducia	2,612	2,612	0		0
Inventario Pesados Fiducia	1,030	1,030	0		0
Inventario, Otros	1,327		1,327		1,327
Anticipo a Proveedores	19		19		19
Impuestos y pagos anticipados	600		600		600
Propiedades	5,603	336	5,266		5,266
Inversiones Empresas Relac.	27		27		27
Activo Intangible	105		105	105	0
Activo Diferido	145		145	145	0
Cuentas por Cobrar Relac L/P	1,873		1,873		1,873
Activo tributario Diferido	30		30		30
Otros Activos	59		59		59
Activos en Litigio				99	-99
ACTIVO TOTAL	24,461	3,978	20,483	350	20,133
Emisión en circulación					2,944
Cobertura de garantía general (No. Veces)					6.84
Cobertura de garantía general sensibilizada					5.28

La emisión de obligaciones que se encuentra en circulación tiene garantía general, es decir está respaldada con los activos de la empresa. Los activos que pueden constituir la garantía, de acuerdo a la regulación vigente corresponden a los activos totales de PROAUTO C.A., excluidos los activos pignorados, los activos diferidos, activos intangibles, activos en litigio y derechos fiduciarios en garantía.

El activo susceptible de constituir la garantía general asciende a USD 20.13MM a Dic-11. Esta garantía cubre en 6.84 veces el monto en circulación de la emisión vigente (USD 2.94MM). Si se resta del activo a los rubros de incierta recuperación, esta cobertura se ubica en 5.28 veces. El monto emitido (USD 4MM) no excede el límite del 80% del total de activos libres de gravamen.

Es importante señalar que aunque los activos cubran la emisión vigente de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

RESGUARDOS

INDICADOR	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivo Total +leasing+contingentes/ Patrimonio Tangible	< 3,0	<2,0	<2,0	<2,0	<2,0
CFO+ingresos no operativos/ Deuda financiera Corto plazo	-	> 0,18	> 0,25	> 0,25	> 0,25
Deuda Total/ Patrimonio	<1,2	<1,2	<1,2	<1,2	<1,2
Activo corriente/ Pasivo corriente	>1,4	>1,4	>1,4	>1,4	>1,4

Durante el tiempo de vigencia de la emisión, PROAUTO se ha comprometido a mantener estos índices en los niveles descritos anteriormente, y en caso de existir una variación, que esta no sea superior al 10%.

Con cifras a Dic.11, los indicadores de resguardo se ubican en:

- Pasivo Total + Leasing + contingentes/Patrimonio Tangible = 2.31 veces

***Patrimonio Tangible** = Patrimonio restado las cuentas por cobrar de corto y largo plazo a relacionadas u accionistas, anticipos a proveedores, gastos pagados por anticipado, inversiones en empresas relacionadas, activos intangibles, activos diferidos y en general otros activos corrientes y no corrientes que sean de incierta recuperación.

Cumpliendo con la metodología de BWR, en este seguimiento se resta del patrimonio adicionalmente los USD 644M de inversiones temporales. Es importante recalcar que esta inversión fue cancelada en su totalidad a favor de PROAUTO en la fecha de su vencimiento. La sensibilidad realizada contribuye a presionar el índice de apalancamiento a Dic.11; sin embargo si no se consideraría este estrés, el indicador se ubicaría en 2.10 veces, cumpliendo con el resguardo establecido.

- CFO + ingresos no operativos / Deuda Financiera de corto plazo = 0.67 veces
- Deuda Total/ Patrimonio = 1.31 veces
- Activo corriente/ Pasivo corriente = 1.46 veces

Adicionalmente la Compañía se ha comprometido a pagar dividendos que no superen los USD 900M en el 2011 y los USD 800M en los años siguientes (hasta el 2014). A Dic.11 ya se aprecia en balance el reparto de los USD 900M en dividendos, cumpliendo con lo estipulado por la empresa.

La Compañía se obliga además a presentar un informe trimestral al Representante de Obligacionistas detallando el cumplimiento de los índices financieros bajo el respaldo de los estados financieros trimestrales internos y auditados anuales.

El estricto cumplimiento de los resguardos no determina la capacidad de pago del emisor ni su riesgo de crédito, por lo tanto no constituye un factor que incida directamente en la calificación de riesgo otorgada.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

La emisión de obligaciones, objeto de este análisis constituye la primera experiencia de PROAUTO en el Mercado de Valores. El monto emitido y colocado fue de USD 4MM, dividido en dos tramos que se terminaron de colocar el 16 de agosto del 2010. Hasta la fecha de corte de este análisis el emisor ha cumplido con el pago de dos cupones de capital y cinco de interés.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.



EMPRESA: PROAUTO C.A. - ANEXO 1

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
RESULTADOS					
Ventas	46,156	55,224	55,053	75,810	84,619
% crecimiento	0.09%	19.65%	-0.31%	37.70%	11.62%
Costos	-41,812	-49,967	-47,817	-67,333	-75,813
% crecimiento	0.44%	19.50%	-4.30%	40.81%	12.59%
MARGEN BRUTO (%)	9.41%	9.52%	13.14%	11.18%	10.41%
Otros Ingresos Operativos	881	470	353	437	297
% crecimiento	35.64%	-46.61%	-24.92%	23.88%	-31.98%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	982	1,217	1,572	2,141	2,128
% crecimiento	16.09%	23.99%	29.13%	36.23%	-0.62%
MARGEN EBITDA (%)	2.13%	2.20%	2.85%	2.82%	2.51%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,434	1,257	1,572	2,141	2,128
MARGEN EBITDAR (%)	3.11%	2.28%	2.85%	2.82%	2.51%
Cuota leasing del período	453	40	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones	149	159	35	228	229
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	832	1,058	1,537	1,913	1,899
MARGEN EBIT (%)	1.80%	1.92%	2.79%	2.52%	2.24%
Gasto Financiero del período	(654)	(556)	(274)	(437)	(549)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.39%	1.00%	0.49%	0.57%	0.65%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	30.52%	21.52%	15.72%	15.33%	12.02%
Impuestos a la renta	(162)	(381)	(370)	(643)	(601)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	10.4%	27.7%	10.2%	25.1%	25.0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	81.18%	53.98%	60.89%	35.98%	37.25%
UTILIDAD NETA	1,401	995	3,207	2,036	1,803
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2.98%	1.79%	5.79%	2.67%	2.12%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	20.47%	13.31%	35.60%	20.52%	17.80%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	8.35%	5.66%	18.45%	10.61%	7.74%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	1,551	1,154	3,242	2,263	2,031
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1,662	15	-212	-2,672	551
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-112	1,169	3,010	-553	2,597
Inversión en Activos Fijos	-127	-302	-225	-318	-1,925
Otras Inversiones, Neto	-208	-241	3,149	987	-212
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativo)	-447	627	5,934	116	459
Variación Neta de Deuda Financiera	632	249	-1,929	4,136	-704
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	1	4	0	-3	0
Pago de Dividendos	-880	-750	-896	-2,519	-900
Otros Financiamientos, Neto	912	115	-3,178	2	590
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	219	244	-69	1,732	-554
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	982	1,217	1,572	2,141	2,128
(-) Gasto Financiero del período	-654	-556	-274	-437	-549
(-) Impuesto a la renta del período	-162	-381	-370	-643	-601
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	165	280	928	1,062	978
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,662	15	-212	-2,672	551
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,497	295	716	-1,610	1,529
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,385	874	2,377	1,084	1,053
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(-) Ajustes No operativos que no impliquen flujo	0	0	-83	-27	15
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-880	-750	-896	-2,519	-900
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-127	-302	-225	-318	-1,925
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,119	117	1,889	-3,390	-228
(-)Otras Inversiones neto	-208	-241	3,149	987	-212
(-) Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	-1,327	-123	5,039	-2,403	-441
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	632	249	-1,929	4,136	-704
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL	1	4	0	-3	0
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	912	115	-3,178	2	590
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	219	244	-69	1,732	-554
FFO MARGEN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	0.35%	0.50%	1.67%	1.39%	1.15%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	453	40	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1,434	1,257	1,572	2,141	2,128
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	735	980	915	2,647	1,450
Activos Totales	16,636	18,517	16,258	22,114	24,461
Pasivo financiero Corto Plazo	2,064	2,240	689	1,480	2,268
Pasivo financiero Largo Plazo	396	470	91	3,436	1,944
Financiamiento Leasing (valor presente de las cuotas)	40	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	109	306	152	430	579
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total	2,609	3,016	932	5,346	4,790
Pasivos con Proveedores	4,658	5,881	3,347	4,912	6,853
Otros Pasivos	2,303	1,768	1,815	2,179	2,238
Pasivos Totales	9,530	10,665	6,094	12,436	13,881
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	7,166	7,852	10,164	9,678	10,580
PATRIMONIO TANGIBLE	2,560	3,268	5,649	5,602	6,249
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	4,546	4,584	4,514	4,075	4,331
Capitalización ****	9,715	10,868	11,096	15,024	15,371
Contingentes	109	306	152	430	579
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignorados	0	0	0	2,792	3,978
Activos diferidos	222	0	0	0	145
Activos Intangibles	0	0	0	145	105
Activos en litigio	0	0	0	0	99
Derechos fiduciarios en garantía	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	16,414	18,517	16,258	19,177	20,133
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	3,887	2,944
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	n/a	n/a	n/a	4.93	6.84
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,131	14,813	13,006	15,342	16,107
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	n/a	n/a	n/a	3.85	5.28
(x) Índice expresado en número de veces					

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos + Mercado valores + comercial financiera + terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.



EMPRESA: PROAUTO C.A. - ANEXO 1

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.50	2.19	5.73	4.90	3.88
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.31	1.65	4.91	4.18	0.37
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	1.30	2.11	5.73	4.90	3.88
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	1.25	1.50	4.38	3.43	2.78
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-1.29	1.53	3.61	-2.69	3.79
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.82	1.54	4.38	3.43	2.78
CFO/cargos fijos	-9.67	0.49	2.61	-3.69	2.79
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.82	2.40	0.59	2.50	2.25
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	1.31	1.62	0.01	1.26	1.57
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	15.80	10.77	1.00	5.04	4.90
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.27	0.28	0.08	0.36	0.31
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.07	0.07	-	0.03	0.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.27	0.28	0.15	0.43	0.35
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	3.72	3.26	1.08	2.22	2.22
Pasivo Total + Contingentes+ Leasing/Patrimonio Tangible (x)	3.78	3.36	1.11	2.30	2.31
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.02	0.92	0.16	0.95	0.77
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	60.52%	53.52%	90.00%	78.53%	44.21%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.96	0.76	0.74	0.28	0.47
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.08	0.13	1.35	0.72	0.43
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.12	0.56	N/D	0.83	0.98
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.44	0.56	2.67	2.51	1.07
CFO /Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.73	0.13	1.04	-1.09	0.67
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-2.07	0.60	N/D	-1.26	1.53
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.19	0.49	4.07	-0.50	0.54
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0.53	2.21	N/D	-0.58	1.22
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	1,149.67	839.39	3,418.61	7,053.39	5,210.64
Liquidez Acida (x)	0.87	0.67	1.14	1.33	1.02
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.72	0.57	0.91	1.16	0.89
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.07	0.99	1.47	1.26	1.20
Patrimonio / Activo Total (x)	0.43	0.42	0.63	0.44	0.43
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7.88	11.23	12.20	10.35	10.42
Días de cuentas por cobrar	45.67	32.06	29.52	34.78	34.54
Rotación de inventarios (x)	18.22	12.64	20.66	15.93	15.26
Días de inventarios	19.76	28.48	17.42	22.60	23.59
Rotación de cuentas por pagar (x)	8.98	8.50	14.28	13.71	11.06
Días de cuentas por pagar	40.10	42.37	25.20	26.26	32.54
Rotación Capital de Trabajo	36.37	59.53	13.99	9.55	14.55
Días de Capital de Trabajo	9.90	6.05	25.74	37.71	24.74
Días de Ciclo de Operación	-15.43	-12.12	4.00	6.60	-0.86
Activo corriente / Pasivo corriente	1.13	1.09	1.62	1.82	1.46
(x) Índice expresado en número de veces					



Entorno Macroeconómico

Ecuador

El comportamiento real del 2011, superó las expectativas. Se espera que en el 2012 haya una desaceleración pero seguirá siendo un buen año considerando sobretodo que la economía mundial está estancada.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011 prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,608	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	6.50	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.63%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.80	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	5.53**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	21.72***	
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.09***	
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.63***	
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	0.17	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-2.40	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	46.8***	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.36	32.36***	
Inversión del Gobierno/PIB %	12.91	12.84	12.45	12.59***	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	100.68*	
estimación BCE Nov/11					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado, 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
**BCE inflación anual a noviembre 2011					
*** deuda a octubre 2011 PIB corriente proyectado					
**** BCE con datos a agosto 2011 anualizado					
* diciembre 2 de 2011					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 6.5%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS. El crecimiento real del año podría llegar alrededor de un 7% según algunas expectativas.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas de su variación para el año 2012:

Sectores	2011 prev	2012 prev
Refinación de Petróleo	25.4%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	5.0%
Construcción	14.0%	5.5%
Comercio	6.6%	6.0%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%	0.4%
Intermediación Financiera	7.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.0%
Productos de Madera y elaboración	10.0%	11.0%
Silvicultura y extracción de Madera	9.4%	9.0%
Pesca	7.6%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente: BCE



La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.8% frente a un importante 7.4% del 2010.

El comportamiento de la oferta global también variaría con respecto al año anterior. En el 2010 el PIB aumentó en 3.6% y las importaciones en un importante 16.3%. Para el 2011, el incremento del PIB sería de un 6.5% y el de las importaciones del 3.96%. Considerando el comportamiento esperado de las exportaciones y de la demanda interna, lo cual se expone más adelante, se esperará que el aumento de las importaciones sea mayor.

El comportamiento de la demanda global, muestra que la demanda interna se desacelera de un 9.1% de crecimiento en el 2010 a un 6% en el 2011, mientras que las exportaciones que crecieron en el 2010 en un magro 2.3%, en el 2011, se recuperan en un 5.1%.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2008	2009	2010	2011
PREVISIÓN DEL BCE	Tazas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA	9.9%	-2.7%	9.1%	6.0%
1) Consumo	7.4%	-0.1%	6.9%	5.2%
Estado	11.5%	4.0%	1.4%	4.6%
Hogares	6.9%	-0.7%	7.7%	5.2%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	16.1%	-4.3%	10.2%	7.5%
3) EXISTENCIAS	13.7%	-30.8%	45.3%	10.3%

Se destaca en el desempeño de la demanda interna la formación bruta de capital que muestra una desaceleración importante con respecto al año anterior. Esta desaceleración se da en el segundo semestre del año luego de que en el primer trimestre el crecimiento anual fue del 15.4%. Así mismo, el consumo de los hogares mostraría una desaceleración en el segundo semestre del 2011, llegando a 5.2% al fin de año, luego del crecimiento de 8.3% en el primer semestre.

Las perspectivas antes expuestas, tanto de la formación bruta de capital como la del consumo de los hogares, están incorporadas en las expectativas de crecimiento para el 2011 de 6.5%. **Expertos estiman que esta desaceleración tan pronunciada es poco probable por lo que se esperaría que el crecimiento real del PIB para el 2011, supere el 7%.**

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aún cuando la recaudación de impuestos a mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más

volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento similar a la del 2011. Siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015.....

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aún considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.



El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.