

Ecuador
Tercer Seguimiento

PROAUTO C.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último cambio
Primera Emisión de Obligaciones	"AA -"	"AA -"	NR

NR: No Registra

Resumen Financiero

USD Millones	2008	2009	2010	mar-11
Activos	18,52	16,26	22,11	21,96
Ventas*	55,22	55,05	75,81	73,25
Margen EBITDA (%)	1,91	2,85	2,82	2,87
ROA (%) **	5,66	18,45	10,61	7,89
Capitalización (%)	27,75	8,40	35,58	31,58
Deuda Financiera Total/ FFO (X)	25,28	1,00	5,04	3,19

*Ventas anualizadas a Mar-11.

**Utilidad empleada para el cálculo del ROA a Mar-11 considera el 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 3'420.839,13
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
% Amortización Capital:	12.5%
Modalidad Cálculo Pago:	Capital e intereses Base 30/360
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Capital de trabajo, CAPEX, Sustitución pasivos
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.

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: Junio 14, 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 31, 2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

En base a los estados financieros auditados a Dic-10 e interinos al 31 de marzo del 2011, y demás información presentada por la Compañía, el Comité de calificación de BankWatchRatings S.A. decidió mantener la calificación de **"AA-" (Doble A menos)** a la primera emisión de obligaciones de PROAUTO C.A. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, esta calificación:

"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 se fundamenta en la capacidad de la Compañía para generar flujos operativos positivos y suficientes para honrar sus obligaciones, en los resultados sustentables que ha alcanzado en los periodos de análisis, en su buen posicionamiento en el mercado, principalmente en la provincia de Pichincha que constituye su mayor nicho de mercado y en la estabilidad y experiencia de los administradores principales.

Si bien en los próximos años está previsto que la rentabilidad sea inferior a la histórica como consecuencia de la desinversión en acciones principalmente, consideramos que la generación operativa es sostenible en el tiempo.

El crecimiento agresivo que la Compañía tuvo en el segmento de flotas y vehículos pesados requirió de un financiamiento mayor de los inventarios y cuentas por cobrar en el 2010. A esto se sumó el reparto de dividendos que superó lo planificado inicialmente por los accionistas y las nuevas inversiones en CAPEX que contribuyeron a presionar los índices de endeudamiento y liquidez.

El apalancamiento frente al patrimonio tangible es mayor al esperado, incluso considerando que se liberó la

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.



porción más representativa del contingente asumido por PROAUTO para garantizar la deuda adquirida por los accionistas. No obstante y de acuerdo a las proyecciones, esperamos que los índices de endeudamiento se vayan reduciendo en el tiempo. Se esperaría también que el apalancamiento en relación a la generación se vaya liberando en función de la generación esperada.

El flujo de caja operativo ha estado históricamente atado a la variación del capital de trabajo que se relaciona con la necesidad de financiar las cuentas por cobrar e inventarios. Si bien en el 2010 la liquidez se aprieta por el requerimiento de inventarios y el financiamiento de dividendos pagados, ésta se recupera a Mar.11 gracias a la capacidad de la Compañía de efectivizar su cartera, al menor requerimiento de capital de trabajo para financiar inventarios y debido al flujo recibido por la venta de acciones de E.Maulme.

En el primer trimestre del 2011 la Compañía obtiene buenos índices de liquidez demostrando un bajo riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo, sin embargo es posible que estos indicadores sean menores en los próximos seguimientos conforme se vaya utilizando la liquidez generada por la venta de acciones en nuevas inversiones y/o capital de trabajo.

Eliminando los efectos coyunturales en cuanto a los dividendos y/o venta de acciones en empresas relacionadas, consideramos que la empresa seguirá siendo generadora de flujos operativos positivos, estables 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. De acuerdo a las proyecciones 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.

La empresa tiene acceso a fuentes de financiamiento en el sistema financiero y en el mercado de valores las mismas le han permitido una saludable restructuración de pasivos liberando la presión de liquidez.

ANÁLISIS FODA

FORTALEZAS

- Soporte técnico y financiero de General Motors.
- Alianza estratégica con otros concesionarios Chevrolet.
- Programa CRM para gestionar la relación con sus clientes.
- Diversificación de la cartera de clientes.

OPORTUNIDADES

- Posible crecimiento hacia nuevas zonas geográficas.
- Mercado de flotas en expansión.

- Demanda insatisfecha en comparación con otros mercados de Latinoamérica.
- Liquidez en el sistema financiero y disposición de las IFIS para otorgar crédito automotriz.

DEBILIDADES

- Ausencia de una estrategia de marketing en la rama de flotas.
- Pasivo total ajustado + leasing y contingentes alto en relación al patrimonio tangible, e incluso respecto a la generación.

AMENAZAS

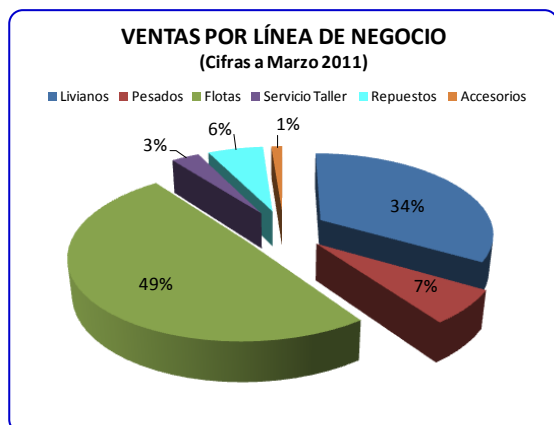
- Competencia agresiva de otras marcas en el sector.
- Dependencia de las ventas en la oferta de crédito en el mercado, que a su vez es sensible a la estabilidad económica y política.
- Arancel escalonado para automotores en función del precio.
- Incremento en el impuesto a la salida de capitales.
- Ingreso de nuevas marcas asiáticas al mercado.
- Lenta capacidad de reacción del proveedor frente a la falta de stock.

DESCRIPCION DEL EMISOR

PROAUTO C.A. es una compañía ecuatoriana constituida el 22 de agosto de 1989 en la ciudad de Quito, con el fin inicial de importar camiones de la marca Colmotores de Colombia. Desde 1992 la Compañía diversificó las líneas de su negocio hacia la comercialización de vehículos livianos, venta de repuestos y servicios de taller (reparación y asistencia mecánica). En julio de 1993 recibió la autorización de General Motors del Ecuador para comercializar la línea completa de vehículos Chevrolet en la provincia de Pichincha, constituyéndose en el primer concesionario que introdujo vehículos pesados de la marca Chevrolet en el mercado ecuatoriano.

PROAUTO cuenta actualmente con cuatro puntos de venta principales, de los cuales la agencia Matriz concentra más del 50% de las operaciones. La casa matriz como sus dos sucursales están localizadas en la ciudad Quito, su principal zona de influencia. A partir del año 2006 se apertura una nueva sucursal en Cayambe, aprovechando el desarrollo de las actividades agroindustriales de la zona. Adicionalmente la Compañía ha establecido tres talleres mecánicos, un taller de colisiones y un taller de camiones a diesel.

Al momento 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 y gremios (Ejército, Policía Nacional).

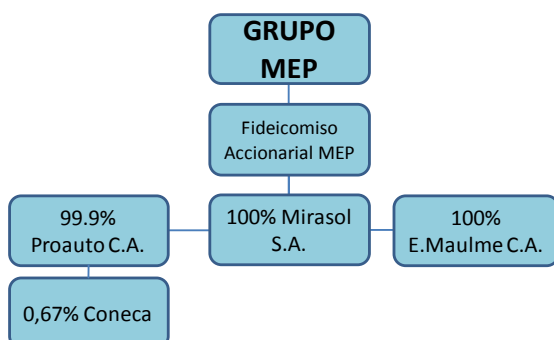


El enfoque comercial de PROAUTO para los próximos años se orienta a cubrir el mercado de vehículos pesados y flotas a través de la implementación de un nuevo punto de ventas en Calderón y un taller especializado en estos segmentos de negocio, incluidos taxis y camionetas.

En los próximos años PROAUTO pretende desarrollar el negocio de repuestos de camiones, línea que en el 2009 tuvo resultados importantes con el desarrollo de nuevos clientes y canales de ventas a Instituciones del Estado. En el 2010 este segmento generó por sí solo USD 3,853M y actualmente constituye la línea de negocio que le reporta los mayores márgenes a PROAUTO.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

La Compañía forma parte del Grupo Empresarial MEP, 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 fue propietario del 99,47% y del 80% de las acciones de Mirasol S.A. y de E.Maulme C.A. respectivamente. En el último trimestre del 2009 y del 2010 PROAUTO decidió vender la participación accionaria que tenía en estas empresas al Fideicomiso Accionario MEP.

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

de 9.33%. Esta deuda se contabiliza actualmente en el balance de PROAUTO como una cuenta por cobrar de largo plazo.

En el caso de las acciones de E.Maulme, la venta implicó para PROAUTO una entrada de flujo de efectivo por USD 1,005M a Dic-2010. A Mar-11 PROAUTO mantiene una cuenta por cobrar al Fideicomiso de USD 586M.

PROAUTO transfiere sus flujos a las empresas relacionadas: Venus S.A., Mirasol, E.Maulme y ASSA; algunas de estas operaciones provienen de actividades comerciales, sin embargo la porción más representativa constituye la cuenta por cobrar de Largo plazo a favor de los accionistas para la adquisición de las acciones de Mirasol. Por esta razón las cuentas por cobrar a relacionadas de corto y largo plazo adquieren mayor importancia a partir del año 2009; a Mar-11 estas cuentas representan el 15.17% de los activos.

PROAUTO continúa siendo propietario del 0,67% del capital social de Consorcio Ecuatoriano Automotriz (CONECA C.A.), empresa ecuatoriana que se encarga de comercializar vehículos.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

El 99,9% de las acciones de PROAUTO pertenece al Fideicomiso Accionario MEP, que a su vez está constituido por las empresas Ex Vine Co. y Venus S.A., cuyos accionistas pertenecen a la Familia Sevilla y a la Familia Cuesta respectivamente. Estas empresas tienen una participación del 75% dentro del Fideicomiso.

Con la creación del Fideicomiso, la participación accionaria que anteriormente mantenía el Grupo Egas en PROAUTO pasó a formar parte del patrimonio de la Familia Sevilla representada por Patricio Sevilla Cobo, actual Director de PROAUTO.

Estructura Accionaria PROAUTO C.A.		
ACCIONISTA	Capital Suscrito	%
1) Fideicomiso Accionario MEP	6.999.299	99,99%
Ex Vine Co. S.A.	3.499.650	50%
Venus S.A.	1.749.825	25%
Eduardo Iturralde Hidalgo	1.539.846	22%
Inmobiliaria Río Amarillo Cia. Ltda	209.979	3%
2) José Luis Sevilla Gortaire	350	0,01%
3) Venus S.A.	175	0,00%
4) Eduardo Iturralde Hidalgo	176	0,00%
Total Capital Social	7.000.000	100,00%

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

• ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

En los veinte años de constituida, PROAUTO ha tenido sólo dos gerentes generales, el Sr. Eduardo Iturralde Hidalgo quien estuvo al mando de la Compañía durante



20 años y Diego Almeida Acosta, quien empezó a ejercer sus funciones a partir de diciembre del 2009. 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 conformada por 178 empleados, distribuidos en las diferentes áreas del negocio, en especial en la rama de ventas y servicios de taller. A Dic-10 PROAUTO 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 con base a estudios actuariales realizados por un profesional independiente. En la Compañía no se ha conformado Comité de Empresa.

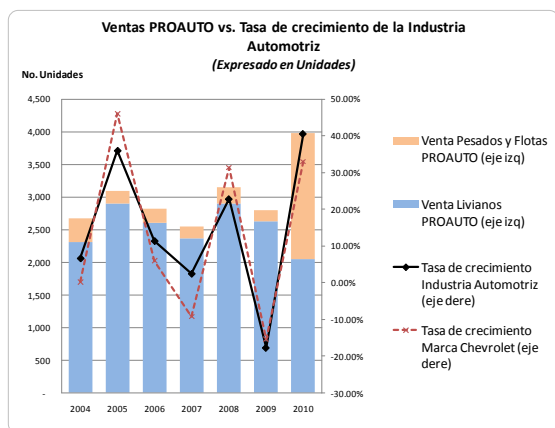
■ ENTORNO MACROECONÓMICO

(Por favor remitirse al Anexo 2)

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA

Las ventas de PROAUTO han estado históricamente vinculadas al comportamiento del sector automotor ecuatoriano, que a su vez está estrechamente ligado a la disponibilidad de líneas de crédito en el sistema financiero nacional. Alrededor del 65% de las ventas del sector se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el desempeño de esta industria.

La cartera de consumo del sistema financiero fue la que más creció en el 2010 (Δ 29.68% Bancos Privados, Δ 37.66% Cooperativas), lo que explica el importante crecimiento de la industria automotriz en este año.



La dinámica de las ventas de vehículos depende además del entorno macroeconómico, que incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones. El país no tiene una industria automotriz autosuficiente; tradicionalmente, la mayor parte de los vehículos comercializados localmente son importados, los mismos

que representaron el 53.6% de las ventas del sector en el 2009.

La normativa arancelaria ha incidido directamente sobre las ventas del sector automotor y este es quizá uno de los mayores riesgos a los que se expone esta industria. Las estadísticas indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra, en especial en los segmentos particulares, que ha sido generalmente la rama que más crece dentro del sector. PROAUTO logra mitigar este riesgo dado que actualmente atiende al 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.

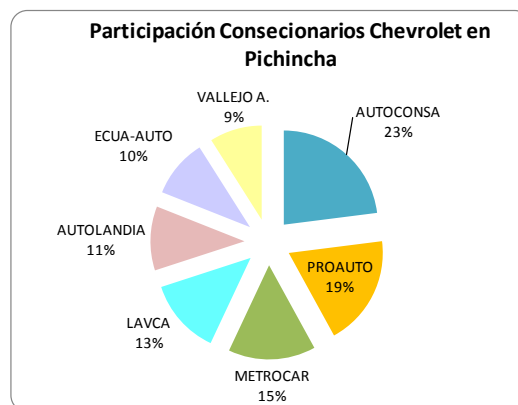
De acuerdo a la AEADE con las reformas arancelarias realizadas por el Gobierno en el 2009, los vehículos importados llegaron a pagar aranceles e impuestos de hasta el 94%, tasa que se habría incrementado 1.6%, como resultado del incremento en el impuesto a la salida de capitales.

El sector automotor ecuatoriano ha estado concentrado; la marca que ha liderado el mercado ha sido General Motors con más del 40% de participación, sin embargo en los últimos años se ha observado una fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importado). Cada integrante dispone de una estrategia parecida en precios y compiten en segmentos similares.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Dado que PROAUTO es un concesionario autorizado por General Motors para comercializar los vehículos Chevrolet, se encuentra respaldado por el buen posicionamiento que tiene esta marca en el mercado ecuatoriano.

De los 130M vehículos vendidos en el año 2010, el 40.52% perteneció a la marca Chevrolet, concentrándose en su mayoría en la provincia de Pichincha. La ciudad de Quito es la principal plaza en la que PROAUTO opera, zona en la que ocupa el segundo lugar del mercado.



Fuente: PROAUTO C.A.
Elaboración: BWR



A nivel nacional la Compañía se ubica en la sexta posición del mercado de los dieciséis concesionarios Chevrolet autorizados a operar en el Ecuador. Al cierre del año 2010 PROAUTO vendió 3.978 unidades de los 53.429 vehículos de la marca Chevrolet comercializados en el país, es decir tuvo una participación de alrededor del 7.45%.

Como Grupo Empresarial, Mirasol, E.Maulme y PROAUTO representan en conjunto el 21% de la venta de la marca Chevrolet en el Ecuador y el 8% de la industria de vehículos nuevos.

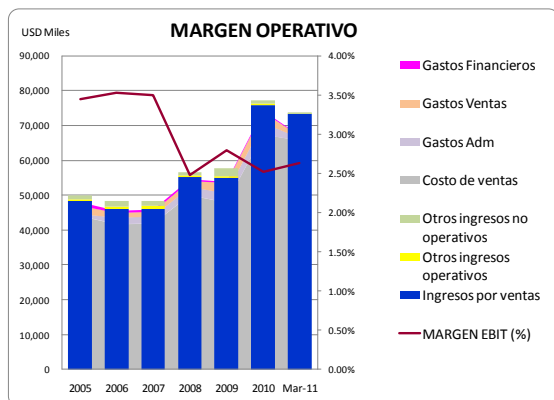
ANÁLISIS FINANCIERO

El presente reporte se realizó en base a los estados financieros auditados a Diciembre del 2010 e interinos a Marzo del 2011. A pesar de que los estados financieros a Mar-11 no son auditados, basamos nuestro análisis en balances firmados por el Representante Legal de la empresa.

Los estados financieros fueron auditados por la firma Baker Tilly Ecuador y no presentan salvedades ni limitaciones. Tanto los estados financieros auditados como los interinos están presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's).

Dado que PROAUTO tiene únicamente el 0,67% de participación accionarial en CONECA S.A., inversión que en balance representa menos del 1% de los activos, no hemos considerado necesario analizar la situación financiera de esta relacionada por separado.

GESTION OPERATIVA



Las ventas de PROAUTO han crecido a un ritmo promedio histórico de 9.62% en los últimos siete años. Las ventas disminuyen en el 2009 como consecuencia de la contracción que tuvo el sector floricultor, principal actividad en la zona de Cayambe en donde se localiza una de sus agencias y debido a la salida del mercado del modelo NHR que en el 2008 representó más del 50% de las ventas en la línea de camiones.

No obstante, en el 2009 PROAUTO logró incrementar su margen bruto en cerca de cuatro puntos porcentuales, dado que se orientó en satisfacer las líneas de negocio que le reportan mayores márgenes: repuestos, venta de vehículos livianos (al por menor) y flotas.

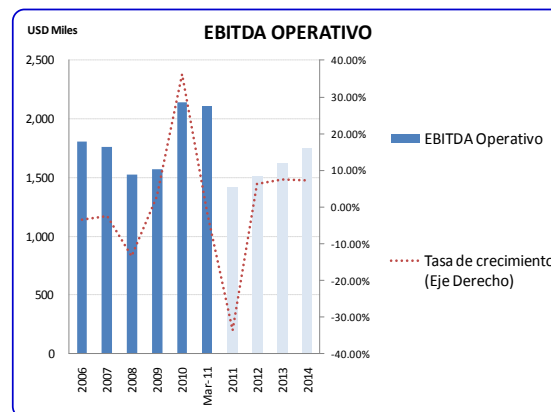
Las medidas adoptadas en el 2009 en cuanto a la restricción de importaciones e incremento arancelario no incidieron en las ventas de PROAUTO debido a que este concesionario se abastece mayoritariamente de vehículos de ensamblaje nacional; las importaciones que realiza son mínimas y ocurren sólo de manera excepcional cuando uno de sus clientes requiere de algún repuesto u accesorio que no se comercializa en el mercado local.

En el 2010 se aprecia un crecimiento considerable en ventas tanto en términos nominales (37.7%) como en volumen (42.22%) debido a la decisión de la Compañía de incursionar de manera más agresiva en la comercialización de la rama de flotas en el mercado. A Dic-10 y Mar-11 la venta de flotas llegó a representar el 40.64% y 49.44% de las ventas totales respectivamente.

A pesar de que esta línea de negocio permite cobrar precios más altos, también implica mayores costos de inventario; el costo de ventas creció de manera importante reduciendo el margen bruto del 2010 y Mar-11. El margen que proporciona la línea de flotas es ligeramente más bajo que el margen que brinda la rama de vehículos livianos.

En el 2010 y Mar-11 PROAUTO logra tener un mayor control de su gasto operativo gracias al establecimiento de políticas de reducción de gastos fijos. El peso del gasto en relación a los ingresos operativos ha sido históricamente de 7.68% en promedio (período 2004-2010), evidenciándose generalmente una mayor participación del gasto administrativo. El gasto financiero muestra una tendencia histórica decreciente, representando en promedio el 1.42% de los ingresos operativos. El costo del financiamiento también se reduce frente al histórico en parte debido a la sustitución de deuda bancaria por la contraída con el mercado de valores; el costo del financiamiento a Mar-11 bordea el 13%.

El EBITDA operativo muestra una tendencia creciente a partir del año 2008 en concordancia con el comportamiento que han tenido las ventas en los diferentes años. Si bien el EBITDA es ligeramente menor a Mar-11, cabe indicar que el mercado automotor es estacionario, por lo que generalmente el último trimestre suele acumular los mayores niveles de ventas.





El 2010 constituyó un año récord en ventas tanto para el sector automotor como para PROAUTO. La Compañía superó las expectativas de crecimiento que tenía para el 2010 e incluso para el 2011. Para los próximos años PROAUTO proyecta un crecimiento en ventas entre un 5% y máximo 9% bajo un escenario de expansión del crédito a nivel nacional y considerando el crecimiento que tendrá el negocio con el nuevo punto de ventas que la Compañía está implementando en Calderón.

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.

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. En el 2009 el ingreso que PROAUTO recibió por este concepto fue de USD 1,924M.

En el 2010 este tipo de ingresos se reduce en vista de la decisión de la Compañía de vender su participación accionarial en ambas empresas, por tanto y a pesar de que en el 2010 PROAUTO alcanza un resultado operativo superior al del año anterior, la utilidad neta se reduce en un 36.53% incidiendo en la disminución de los indicadores de rentabilidad.

Consideramos que PROAUTO tendrá la capacidad de generar resultados suficientes en los próximos años permitiéndole sostener el negocio y cumplir con sus obligaciones, sin embargo es probable que la empresa alcance retornos sobre activos entre el 7% y 8% en vista de que ya no obtendrá ingresos por dividendos, únicamente los de CONECA que no son representativos.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los rubros más representativos del activo de PROAUTO constituyen la cartera comercial (28.41%), los inventarios (22.96%) y el activo fijo (20.81%). Las ventas se realizan prioritariamente al contado, sin embargo PROAUTO mantiene cuentas por cobrar que se originan de la venta a crédito de vehículos al por menor y flotas.

El 92% de la cartera es procesada a través de diferentes instituciones financieras (25 en total), es decir constituyen cuentas por cobrar a Bancos, Financieras y Cooperativas que conceden crédito a los clientes. El 8% de la cartera comercial corresponde a crédito directo a clientes particulares, por montos pequeños y a plazos cortos.

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 (33 días en promedio). De acuerdo a datos proporcionados

por la empresa a Dic-10, la cartera vencida representa alrededor del 1.11% de la cartera total.

La empresa cuenta con un portafolio amplio de clientes; alrededor del 46% de las ventas se colocan en clientes individuales, 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.

PROAUTO mantiene USD 10.3M en inversiones temporales, que constituyen activos financieros emitidos por diferentes entidades financieras locales que se reciben de clientes como parte de pago de vehículos. Cabe mencionar que en el 2010 las inversiones temporales se incrementan debido a la decisión de la Compañía de invertir en un certificado de depósito emitido por un banco local por USD 601M a 90 días plazo.

El inventario de PROAUTO (USD 4.2MM) creció significativamente en el 2010 ($\Delta 59.69\%$) debido a que la Compañía se abasteció de un mayor volumen de inventarios para satisfacer el incremento de la demanda y cubrir los nuevos puntos de venta que se implementaron en este año. Como consecuencia, los días de inventario aumentaron, de manera similar a lo que sucedió en el 2008 que también fue un año récord en ventas para PROAUTO. A partir del año 2004 los días promedio de inventarios ha sido de 23 días.

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.

En el 2010 dicho banco otorgó a PROAUTO una línea de crédito por USD 6MM¹ 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.

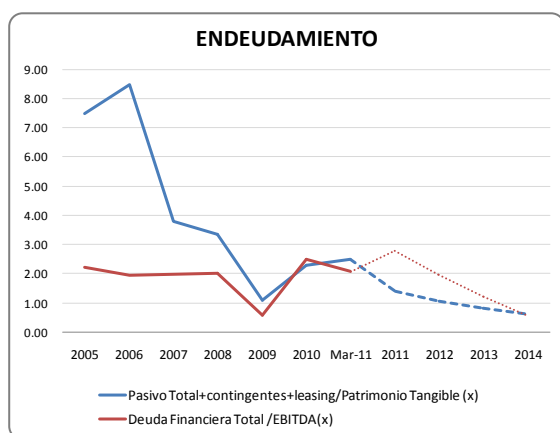
¹ En el 2009 esta línea fue de USD 4.8MM. De esta línea se ha utilizado alrededor del 85.1%.



PROAUTO capitalizó USD640M en el año 2010, es decir se transfirieron a capital social el 19.96% de las utilidades del año anterior, y se repartió el 78.53% en calidad de dividendos a los accionistas.

El futuro fortalecimiento del patrimonio dependerá de la generación de resultados operativos, de las políticas de dividendos que se adopten cada año y de las políticas del Grupo en cuanto a la transferencia de fondos de PROAUTO a otras empresas, negocios u accionistas. Es importante mencionar que en los próximos años se continuará observando reparto de dividendos, sin embargo los accionistas han establecido un límite de reparto mientras esté vigente la emisión de obligaciones.

■ ENDEUDAMIENTO



El crecimiento del negocio en el 2010 con la incorporación de nuevos puntos de venta y su nueva orientación hacia el segmento de flotas y vehículos pesados que requiere de recursos importantes para financiar los inventarios, implicó un mayor requerimiento de capital de trabajo.

Este requerimiento fue cubierto con la misma generación operativa y con el incremento de deuda financiera; el pasivo prácticamente se duplicó respecto al año 2009. Los indicadores de endeudamiento aumentan sustancialmente frente al año anterior e incluso frente al promedio histórico, a pesar de que se liberó el contingente que PROAUTO mantenía desde mayo del 2010 al ser codeudor con los accionistas que financiaron la compra de acciones del Fideicomiso Accionario MEP.

El importante reparto de dividendos en el 2010 (78.53%) que superó lo planificado inicialmente por los accionistas (45%), incide adicionalmente en el incremento del apalancamiento frente al patrimonio tangible. El reparto de dividendos es una necesidad de los accionistas para honrar la deuda asumida por la compra de acciones de PROAUTO.

El apalancamiento de la empresa en relación a la generación (EBITDA operativo) se ubica en 2.50 y 2.08 veces a Dic-10 y Mar-11. A pesar de que en el gráfico anterior se muestra que hacia finales del 2011, este indicador puede presionarse, se esperaría más bien que al menos se mantenga en los niveles actuales ya que el

EBITDA proyectado y utilizado en el gráfico podría estar subestimado.

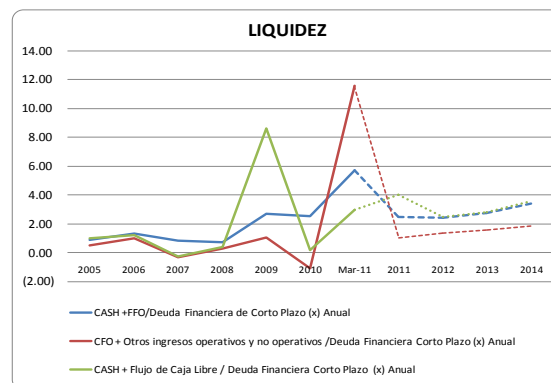
En relación al patrimonio tangible también se esperaría que la deuda se vaya reduciendo, gracias a los resultados que se esperan obtener y al compromiso adquirido en cuanto al límite en el reparto de dividendos.

Con los recursos obtenidos mediante la emisión de obligaciones, PROAUTO precanceló la deuda contraída con instituciones financieras, destinando para este fin el 61.3% de la emisión, es decir USD 2.5MM. La diferencia fue invertida en CAPEX (32.4%) y capital de trabajo (6.3%). La emisión de obligaciones permitió la reestructuración del pasivo que históricamente se caracterizó por su concentración de corto plazo.

La necesidad de financiamiento fue solventada además mediante un préstamo de largo plazo que la Compañía recibió de Consorcio del Pichincha (Condelpi) y Crisoled por USD 500M y USD 400M respectivamente. PROAUTO ha mantenido una relación comercial con Condelpi desde hace varios años y ha recibido de esta empresa préstamos en calidad de anticipos para beneficiarse de mejores condiciones crediticias al momento de realizar sus compras como cliente flotista.

Crisoled es una empresa vinculada a PROAUTO a través de sus accionistas. El préstamo otorgado por esta empresa fue direccionado a capital de trabajo para solventar el crecimiento de las ventas en el segmento de flotas.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



PROAUTO ha sido históricamente generador de flujo de fondos positivos que cubren el gasto financiero e impuesto a la renta del período. El Flujo de Caja Operativo (CFO) muestra volatilidad en el tiempo y 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 efectivizar su cartera, lo cual normalmente genera requerimientos de capital de trabajo de corto plazo.

El crecimiento del negocio (cartera e inventarios), las inversiones en CAPEX: (construcción del nuevo taller de camiones en Calderón, adecuaciones de la matriz), y el pago de dividendos generaron presión en la liquidez en



el 2010 arrojando un flujo de caja operativo y flujo de caja libre negativos.

La liquidez del 2009 se vio favorecida gracias a la recepción de ingresos no operativos por concepto de dividendos de sus relacionadas Mirasol y E.Maulme.

El incremento de la liquidez a Mar-11 obedece al flujo generado por la venta de acciones de E.Maulme y a una variación de capital de trabajo positiva debido al aumento del financiamiento con proveedores y a la menor necesidad de financiar cuentas por cobrar comerciales.

Cabe indicar que las condiciones del financiamiento en cuanto a plazo con proveedores no han cambiado; el crecimiento que está teniendo este rubro obedece a la necesidad de financiar los inventarios frente al crecimiento que está teniendo el negocio y debido a la orientación de la empresa para satisfacer el segmento de flotas que también genera variabilidad en la cartera comercial.

Eliminando los efectos coyunturales en cuanto a los dividendos y/o venta de acciones en empresas relacionadas, consideramos que la empresa seguirá siendo generadora de flujos operativos positivos, estables 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. De acuerdo a las proyecciones 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.

La empresa tiene acceso a fuentes de financiamiento en el sistema financiero y en el mercado de valores las mismas le han permitido una saludable restructuración de pasivos liberando la presión de liquidez.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

ACTIVOS USD Miles	Mar-11	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Intangibles y Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1,792		1,792		1,792
Cuentas por Cobrar Comerciales	6,239		6,239		6,239
Cuentas por Cobrar Relac C/P	848		848		848
Inversiones Temporales	10		10		10
Inventario Livianos Fiducia	2,572	2,572	0		0
Inventario Pesados Fiducia	1,245	1,245	0		0
Inventario, Otros	1,223		1,223		1,223
Anticipo a Proveedores	34		34		34
Impuestos y pagos anticipados	664		664		664
Propiedades	4,569		4,569		4,569
Inversiones Empresas Relac.	2		2		2
Activo Intangible	173		173	173	0
Activo Diferido	34		34	34	0
Cuentas por Cobrar Relac L/P	2,481		2,481		2,481
Activo tributario Diferido	14		14		14
Otros Activos	58		58		58
ACTIVO TOTAL	21,957	3,817	18,140	207	17,933
Emisión en circulación					3,421
Cobertura de garantía general (No. Veces)					5.24
Cobertura de garantía general sensibilizada					4.04

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 pignoralados, los activos diferidos, activos intangibles, activos en litigio y derechos fiduciarios en garantía.

El activo susceptible de constituir la garantía general asciende a USD 17.93MM a Mar-11. Esta garantía cubre en 5.24 veces el monto en circulación de la emisión vigente; si se resta del activo a los rubros de incierta recuperación esta cobertura se ubica en 4.04 veces. El monto emitido no excede el límite del 80% del total de activos libres de gravamen.

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes 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

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

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 2014). A Mar.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.

Con cifras a Mar-11 estos indicadores son:

- Pasivo Total + Contingentes + leasing/ Patrimonio Tangible = 2.51 veces
- Flujo de Caja Operativo + otros ingresos / Deuda Financiera de Corto Plazo = 11.58 veces.

COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION

La emisión de obligaciones de PROAUTO es su primera experiencia en el Mercado de Valores pues tradicionalmente se ha financiado a través de instituciones financieras nacionales.

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)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Mar-11
RESULTADOS							
Ventas	48,459	46,116	46,156	55,224	55,053	75,810	18,314
% crecimiento	21.63%	-4.83%	0.09%	19.65%	-0.31%	37.70%	-3.37%
Costos	-43,980	-41,630	-41,812	-49,967	-47,817	-67,333	-16,415
% crecimiento	22.33%	-5.34%	0.44%	19.50%	-4.30%	40.81%	-2.48%
MARGEN BRUTO (%)	9.24%	9.73%	9.41%	9.52%	13.14%	11.18%	10.37%
Otros Ingresos Operativos	380	649	881	470	353	437	77
% crecimiento	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23.88%	-29.45%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,871	1,807	1,762	1,527	1,572	2,141	526
MARGEN EBITDA (%)	3.86%	3.92%	3.82%	2.76%	2.85%	2.82%	2.87%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,565	1,186	1,310	1,487	1,572	2,141	526
MARGEN EBITDAR (%)	3.23%	2.57%	2.84%	2.69%	2.85%	2.82%	2.87%
Cuota leasing del período	-306	-622	-453	-40	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	201	180	149	159	35	228	43
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,670	1,627	1,613	1,368	1,537	1,913	482
MARGEN EBIT (%)	3.45%	3.53%	3.49%	2.48%	2.79%	2.52%	2.63%
Gasto Financiero del período	-1,051	-611	-654	-556	-274	-437	-140
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2.15%	1.31%	1.39%	1.00%	0.49%	0.57%	0.76%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	45.69%	30.42%	30.52%	21.52%	15.72%	15.33%	12.72%
Impuestos a la renta	-242	-291	-162	-381	-370	-643	-145
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	19.4%	16.7%	10.4%	27.7%	10.2%	25.1%	0.0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	75.6%	87.9%	81.2%	54.0%	60.9%	36.0%	65.6%
UTILIDAD NETA	1,005	1,454	1,401	995	3,207	2,036	434
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2.06%	3.11%	2.98%	1.79%	5.79%	2.67%	3.71%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17.87%	23.23%	20.47%	13.31%	35.60%	20.52%	18.16%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7.52%	9.30%	8.35%	5.66%	18.45%	10.61%	7.89%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)							
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	1,206	1,634	1,551	1,154	3,242	2,263	725
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos + part. A trabajadores	1,206	1,634	1,551	1,154	3,222	2,118	725
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	149	163	-1,662	15	-212	-2,672	1,164
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,356	1,797	-112	1,169	3,010	-553	1,889
Inversión en Activos Fijos	-224	-165	-127	-302	-225	-318	-758
Otras Inversiones, Neto	62	-39	-208	-241	3,149	987	-74
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,194	1,593	-447	627	5,934	116	1,057
Variación Neta de Deuda Financiera	-222	-361	632	249	-1,929	4,136	-995
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	3	1	4	0	-3	0
Pago de Dividendos	-386	-809	-880	-750	-896	-2,519	-900
Otros Financiamientos, Neto	-299	-649	912	115	-3,178	2	-7
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)							
EBITDA OPERATIVO	1,871	1,807	1,762	1,527	1,572	2,141	526
(-) Gasto Financiero del período	-1,051	-611	-654	-556	-274	-437	-140
(-) Impuesto a la renta del período	-242	-291	-162	-381	-370	-643	-145
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pag	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	578	905	946	589	928	1,062	240
(-) Variación Capital de Trabajo	149	163	-1,662	15	-212	-2,672	1,164
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	728	1,068	-716	605	716	-1,610	1,404
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,065	1,691	1,385	874	2,377	1,084	447
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-436	-962	-781	-309	0	0	-210
(-) Ajustes No operativos que no impliquen flujo	0	0	0	0	-83	-27	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-386	-809	-880	-750	-896	-2,519	-900
(-) inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-224	-165	-127	-302	-225	-318	-758
(-)Otras Inversiones neto	62	-39	-208	-241	3,149	987	-74
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	808	785	-1,327	-123	5,039	-2,403	-90
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-222	-361	632	249	-1,929	4,136	-995
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL	0	3	1	4	0	-3	0
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-299	-649	912	115	-3,178	2	-7
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	1.18%	1.94%	2.01%	1.06%	1.67%	1.39%	1.31%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	-306	-622	-453	-40	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1,565	1,186	1,310	1,487	1,572	2,141	526
BALANCE							
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	738	517	735	980	915	2,647	1,802
Activos Totales	14,355	16,930	16,636	18,517	16,258	22,114	21,957
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1,536	1,072	2,064	2,240	689	1,480	485
Pasivo financiero Largo Plazo	653	756	396	470	91	3,436	3,436
Financiamiento Leasing	1,114	493	40	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	170	0	109	306	152	430	445
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS)	3,474	2,321	2,609	3,016	932	5,346	4,366
Pasivos con Proveedores	4,250	4,658	4,658	5,881	3,347	4,912	5,617
Otros Pasivos	1,810	3,860	2,303	1,768	1,815	2,179	2,515
Pasivos Totales	8,420	10,346	9,530	10,665	6,094	12,436	12,498
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	5,936	6,584	7,106	7,852	10,164	9,678	9,459
PATRIMONIO TANGIBLE	1,298	1,280	2,560	3,268	5,649	5,602	5,165
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	4,637	5,304	4,546	4,584	4,514	4,075	4,294
Capitalización ****	9,409	8,905	9,715	10,868	11,096	15,024	13,825
Contingentes	170	0	109	306	152	430	445
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL							
Activos Pignorados	0	0	0	0	0	2,792	3,817
Activos diferidos	53	55	222	0	0	0	34
Activos Intangibles	0	0	0	0	0	145	173
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	14,303	16,875	16,414	18,517	16,258	19,177	17,933
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	14,303	16,875	16,414	18,517	16,258	19,177	17,933
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	0	3,887	3,421
Emisión de Obligaciones Propuesta	0	0	0	0	0	0	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.93	5.24
Límite Legal para Emitir Obligaciones	11,442	13,500	13,131	14,813	13,006	15,342	14,346
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.89	3.99

(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)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Mar-11
INDICADORES FINANCIEROS							
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING							
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.78	2.96	2.69	2.74	5.73	4.90	3.74
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.57	2.69	2.50	2.20	4.91	4.18	-1.65
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2.10	-110.41	6.49	2.88	5.73	4.90	3.74
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	1.55	2.48	2.45	2.06	4.38	3.43	2.71
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	1.69	2.75	-0.09	2.09	3.61	-2.69	10.99
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.43	1.73	1.85	1.99	4.38	3.43	2.71
CFO/cargos fijos	0.76	1.37	-0.24	1.08	2.61	-3.69	9.99
APALANCAMIENTO							
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.22	1.96	1.99	2.03	0.59	2.50	2.08
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	1.75	1.52	1.43	1.37	0.01	1.26	1.22
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6.01	2.56	2.76	5.12	1.00	5.04	4.54
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.37	0.26	0.27	0.28	0.08	0.36	0.32
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.10	0.06	0.07	0.07	-	0.03	0.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.41	0.22	0.27	0.28	0.15	0.43	0.35
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	6.49	8.09	3.72	3.26	1.08	2.22	2.42
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	7.47	8.47	3.78	3.36	1.11	2.30	2.51
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	2.68	1.81	1.02	0.92	0.16	0.95	0.85
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	90.00%	80.45%	60.52%	53.52%	90.00%	78.53%	44.21%
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.35	0.19	0.62	0.73	0.74	0.28	0.11
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.38	0.84	0.46	0.26	1.35	0.72	1.98
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.28	0.73	0.71	1.19	n/a	0.83	1.98
CASH + FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.86	1.33	0.81	0.70	2.67	2.51	5.70
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.47	1.00	-0.35	0.27	1.04	-1.09	11.58
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.59	1.52	-0.99	1.22	n/a	-1.26	11.58
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.01	1.21	-0.29	0.38	8.64	0.16	2.97
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	1.26	1.85	-0.82	1.73	n/a	0.19	2.97
OTROS INDICES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	507.27	1,194.64	1,149.67	839.39	3,418.61	7,053.39	6,008.14
Liquidez Acida (x)	0.78	0.70	0.87	0.67	1.14	1.33	1.11
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.65	0.49	0.72	0.57	0.91	1.16	0.93
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.97	1.03	1.07	0.99	1.47	1.26	1.17
Patrimonio / Activo Total (x)	0.41	0.39	0.43	0.42	0.63	0.44	0.43
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	11.47	11.05	7.88	11.23	12.20	10.35	11.67
Días de cuentas por cobrar	31.38	32.59	45.67	32.06	29.52	34.78	30.85
Rotación de inventarios (x)	19.88	10.36	18.22	12.64	20.66	15.93	13.03
Días de inventarios	18.11	34.74	19.76	28.48	17.42	22.60	27.63
Rotación de cuentas por pagar (x)	10.35	8.94	8.98	8.50	14.28	13.71	11.69
Días de cuentas por pagar	34.79	40.28	40.10	42.37	25.20	26.26	30.80
Rotación Capital de Trabajo	86.70	34.85	36.37	59.53	13.99	9.55	10.93
Días de Capital de Trabajo	4.15	10.33	9.90	6.05	25.74	37.71	32.94
Días de Ciclo de Operación	-10.54	-16.72	-15.43	-12.12	4.00	6.60	5.25
Activo corriente / Pasivo corriente	1.07	1.13	1.13	1.09	1.62	1.82	1.70

(x) Índice expresado en número de veces



Anexo 2

Entorno Macroeconómico

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD Mill. 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (Mill. 2000) %	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global %		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB %	32.3	30.2	25.2	19.2	15.3
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.6	prov. 3.71
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.2	-0.1	-1.1	-4.8	-1.50
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinación de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008

(6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITCH	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

* Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

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

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.



Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100,00) y los desembolsos de los créditos externos.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador
Elaboración: BWR