

Ecuador Cuarto 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	ago-11
Activos	16.64	18.52	16.26	22.11	20.87
Ventas*	46.16	55.22	55.05	75.81	80.79
Margen EBITDA (%)	3.82	2.76	2.85	2.82	3.42
ROA (%) **	8.35	5.66	18.45	10.61	8.07
Capitalización (%)	26.86	27.75	8.40	35.58	31.21
Deuda Financiera Total/ FFO (X)	2.76	5.12	1.00	5.04	2.75

*Ventas anualizadas a Agos-11.

**Utilidad empleada para el cálculo del ROA a Ago-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 2'896,572.46
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: Octubre 31, 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Agosto 31, 2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

En base a los estados financieros auditados a Dic-10 e interinos al 31 de agosto del 2011, y demás información presentada por la Compañía, el Comité de calificación de BankWatchRatings S.A. decidió **subir** la calificación de la primera emisión de obligaciones de PROAUTO C.A. a **"AA" (Doble A)** desde **"AA-" (Doble A menos)**, 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 PROAUTO estará en capacidad de mantener sus márgenes en los mismos niveles. El negocio, que va a requerir de un menor capital de trabajo generará 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 mayoritariamente de vehículos de ensamblaje nacional. La Administración espera que el incremento del costo derivado de los aranceles impuestos a los CKDs sea asumido y diluido

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.



por sus proveedores principales, lo cual ayudará a sostener los márgenes en los niveles actuales.

Los indicadores de endeudamiento y liquidez mejoran respecto al histórico y son consistentes con las estrategias de corto y mediano plazo. El apalancamiento se ha reducido gracias a que parte del requerimiento de capital de trabajo ha podido ser cubierto con la misma generación operativa del negocio, a la menor exposición del patrimonio dada la disminución de inversiones en empresas relacionadas y gracias a la liberación del contingente que PROAUTO mantenía al ser garante de los accionistas. Para los próximos años (período 2012 – 2014) no se prevé mayor endeudamiento para CAPEX ni dividendos por lo que no se esperaba que la deuda de PROAUTO se aumente de manera significativa.

Los índices de liquidez se han mantenido holgados en el transcurso del 2011, lo cual es consistente con la desaceleración en el crecimiento del negocio y debido a que se conserva en caja parte del flujo obtenido por la venta de acciones de E.Maulme. Es posible que los índices de liquidez se presionen a fines de este año debido a que la Compañía empleará esta liquidez acumulada para sostener su crecimiento (cartera, inventarios y CAPEX). De acuerdo a las proyecciones la empresa necesitará refinanciar la deuda financiera de corto plazo, riesgo que se mitiga por el amplio acceso que PROAUTO tiene a líneas de crédito bancarias.

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

- A fines de Agosto del 2011 el Comité de Comercio Exterior (COMEX) 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%.
- Incremento del impuesto a la salida de divisas del 2% al 5%.
- El Proyecto de Reforma Tributaria del 2011 incluye el establecimiento de impuestos que serán cargados al consumidor final de los vehículos que se comercializan en el mercado nacional; tributos

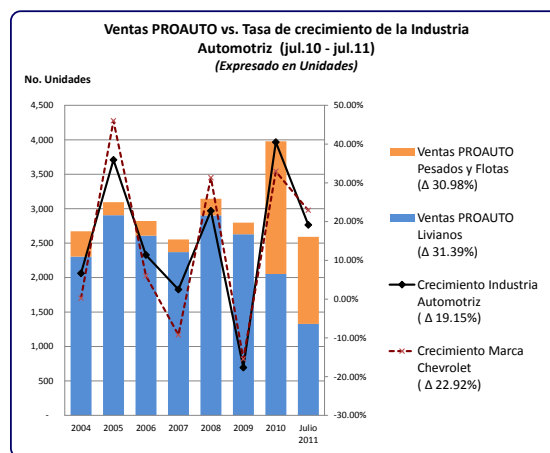
que estarán en función del cilindraje y valor comercial de cada vehículo.

- El incremento en el precio de vehículos nuevos y usados obedece al agresivo ingreso de marcas japonesas y coreanas al mercado cuyas monedas se revalorizaron respecto al dólar.
- La intervención del Gobierno en el mercado automotor ha generado escasez de producto, en vista de que algunos de los vehículos que ya fueron importados no podían ser desaduanizados.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

(Por favor remitirse al Anexo 2)

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



La normativa arancelaria y tributaria 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 sector automotor es estacionario y sensible al precio, en especial en los segmentos particulares, que ha sido generalmente la rama que más crece dentro de este mercado.

PROAUTO se encuentra más protegido que otros concesionarios frente a las medidas arancelarias impuestas por el Comité de Comercio Exterior (COMEX) debido a que atiende a 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 desde el año anterior.

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.

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 dinámica de las ventas de vehículos depende 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.

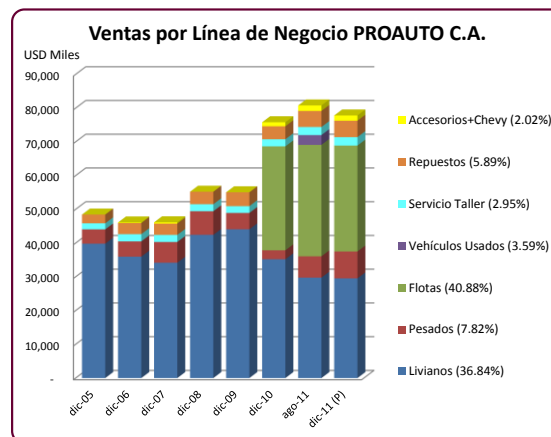
La industria automotriz en general se encontrará en una etapa de menor crecimiento. En el caso de PROAUTO las necesidades de expansión e inversión en CAPEX fueron cubiertas en el año 2010 y en el transcurso de este año 2011. No se prevé crecimientos agresivos en los próximos años ni para PROAUTO ni para el promedio del sector.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

PROAUTO C.A. es una compañía madura (22 años de operación) que ha logrado crecer y posicionarse en su nicho de mercado principal y exclusivamente en segmentos claves del negocio automotriz. La Compañía se encuentra respaldada por el buen posicionamiento que tiene la marca Chevrolet en el mercado ecuatoriano. De los 82M vehículos vendidos hasta Julio del 2011, el 42.15% perteneció a la marca Chevrolet, concentrándose en su mayoría en la provincia de Pichincha.

PROAUTO ocupa el segundo lugar del mercado en la provincia de Pichincha y se ubica en la sexta posición de los dieciséis concesionarios Chevrolet autorizados a operar en el Ecuador. A nivel nacional, la Compañía participa con alrededor del 7.52% del mercado. 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.

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. Como se aprecia en el gráfico a continuación, la Compañía tiene una gama diversificada de productos y servicios.



*Ventas anualizadas a Agos.11; dic-11 proyectado.

La empresa cuenta con un portafolio amplio 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.

PROAUTO 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.

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.

■ 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 Accionarial MEP, constituido en Octubre del 2009 con el objetivo de concentrar los paquetes accionarios de las empresas del Grupo.

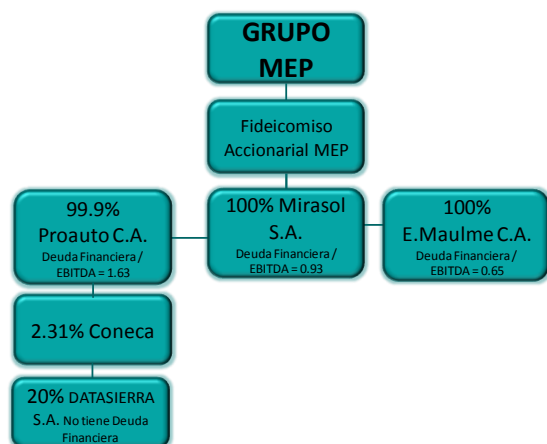
PROAUTO fue propietario del 99.47% y del 80% de las acciones de Mirasol S.A. y de E.Maulme C.A. respectivamente, sin embargo en el último trimestre de los años 2009 y 2010 decidió vender su participación accionaria a favor del Fideicomiso Accionarial MEP.

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 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 Agos.11 es de USD 1.87MM, es decir que se está cumpliendo puntualmente con el pago de esta deuda.



Por otro lado, la venta de acciones de E.Maulme implicó una entrada de flujo de efectivo por USD 1,005M en el 2010, fondos que constituyen un soporte importante para la liquidez actual.

Cabe indicar que esta estructura del Grupo se mantendrá hasta que se liquide totalmente la deuda de los accionistas con PROAUTO.



La participación de PROAUTO en CONECA (comercializadora de vehículos) es del 2.31% y en DATASIERRA¹ (empresa de publicidad constituida en Ambato) es del 20%. Estas inversiones no son representativas en el balance de PROAUTO (0.13% del activo a Agos.11).

PROAUTO conserva en balance cuentas por cobrar a las relacionadas: 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. La transferencia de flujos a sus relacionadas ha disminuido en relación al histórico, lo cual es evaluado positivamente por la Calificadora.

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.

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.

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%
-----------------------------	------------------	----------------

• ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

PROAUTO ha tenido generalmente una posición conservadora en cuanto al manejo operativo y financiero de su negocio dando prioridad a la optimización de su flujo de caja. Es posible que esta postura conservadora y de bajo endeudamiento se mantenga en los próximos años en vista de que la empresa no prevé crecimientos agresivos ni en ventas ni en inversiones en CAPEX, por lo menos hasta el año 2014. La distribución de dividendos se realizará 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.

¹ 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.



PROAUTO está conformado por 202 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. Hasta la fecha de corte de este informe no se ha conformado Comité de Empresa.

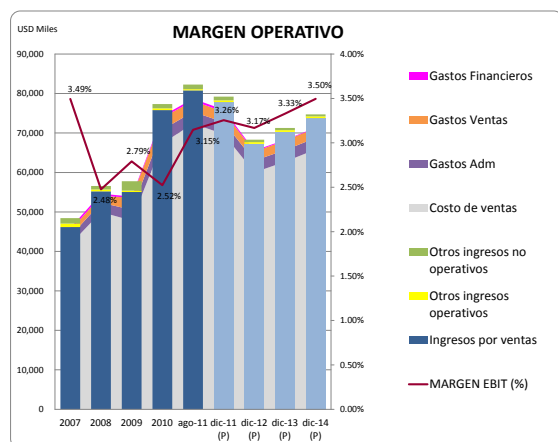
■ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

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

Los estados financieros a Dic-10 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 Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's).

■ GESTIÓN OPERATIVA



El 2010 fue el año de mayor dinamismo en ventas para PROAUTO C.A.; se aprecia un crecimiento considerable tanto en términos nominales (Δ 37.7%) como en unidades (Δ 42.22%) debido a la decisión de la Compañía de incursionar de manera más agresiva en la comercialización de la rama de flotas y vehículos pesados.

No obstante y 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. En el 2010 y en el transcurso del 2011 el costo de ventas crece a un ritmo superior de lo que crecen las ventas, presionando el margen bruto a la baja.

El margen se reduce respecto a Dic-09 y Dic-10, sin embargo continúa siendo superior al histórico gracias a la orientación de la empresa para diversificarse dando impulso a las líneas de negocio que le reportan mayores márgenes: servicios de taller, Repuestos & accesorios y venta de vehículos livianos (al por menor).

PROAUTO cuenta con la ventaja de dirigir sus ventas a un segmento de negocio cuya demanda es menos elástica al precio y se encuentra más protegido que otros concesionarios frente a las medidas arancelarias impuestas por el Gobierno debido a que su inventario se abastece principalmente de producto de ensamblaje nacional.

De acuerdo a las proyecciones se espera que el margen bruto al menos se mantenga a fines de este año y que se incremente ligeramente a partir del 2012 con la generación de ingresos proveniente del nuevo punto de ventas. La Administración espera que el incremento del costo ocasionado por las recientes medidas arancelarias, especialmente en CKD, sea asumido y diluido por sus proveedores principales, lo cual ayudará a mantener los márgenes en los niveles establecidos.

Las proyecciones consideran una desaceleración en el crecimiento de las ventas a fines de este año 2011 y una contracción en la venta de vehículos livianos y flotas en el año 2012 en alrededor del 21.72% y 17.96% respectivamente; 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 y que se espera que crezcan, como en el caso del sector minero.

Si bien se espera una recuperación a partir del año 2013, el crecimiento en ventas 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.

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 contribuyen con el 10.10% del resultado operativo.

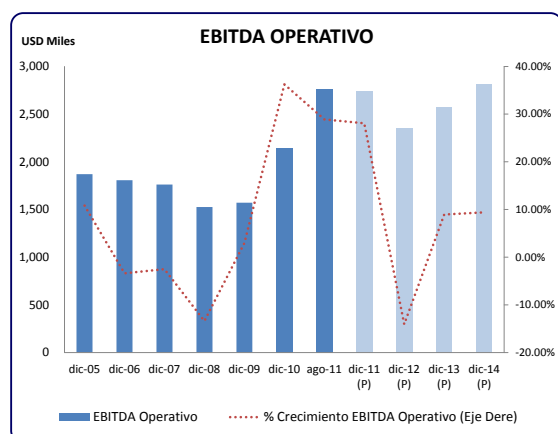
La Compañía logró tener un mayor control de su carga operativa en este primer semestre del 2011, gracias al establecimiento de políticas de reducción de gastos fijos. Las proyecciones demuestran que esta política exhaustiva de control del gasto se mantendrá en los próximos años, por lo menos hasta que la empresa retome su crecimiento. El peso del gasto en relación a los ingresos operativos ha sido de 7.68% en promedio (período 2004 – 2010), con una mayor participación del gasto administrativo generalmente.

El costo estimado del financiamiento a Agosto-11 es de 12.37% 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 1.33% de los ingresos operativos en promedio.

El EBITDA operativo está atado directamente al comportamiento que han tenido las ventas en los diferentes años. El 2010 constituyó un año récord en ventas tanto para el sector automotor como para PROAUTO. La Administración espera que este año 2011 culmine con una generación de flujos operativos superior al del año anterior en 28.09%, aunque las perspectivas son recesivas para el próximo año. El EBITDA operativo empezará a crecer nuevamente a partir del año 2013 en concordancia con la recuperación de las ventas.



*EBITDA Operativo anualizado a Agosto.11 considera la deducción del 15% de participación a trabajadores.

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). 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 alcanzó un resultado operativo superior, la utilidad neta se redujo incidiendo en la disminución de los indicadores de rentabilidad.

En el transcurso del 2011 la entidad ha recibido otros ingresos no operativos que provienen de la asistencia técnica y administrativa que PROAUTO brinda a sus relacionadas, ingresos que se espera sean menores a los del año anterior. Adicionalmente, ya no se percibirán ingresos por dividendos a excepción de los de CONECA y DATASIERRA, que no son representativos dada la pequeña participación que PROAUTO tiene en estas empresas.

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 a fines de este año y el próximo como consecuencia de la menor generación de ingresos no operativos y debido a las medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno, sin embargo la Administración tiene la expectativa de alcanzar retornos sobre activos entre el 6% y 8%.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los rubros más representativos del activo constituyen la cartera comercial (30.31%), el activo fijo (24.96%) y los inventarios (18.76%).

Cuentas por cobrar Comerciales

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 8.76% es financiado directamente.

El 74.07% de la cartera comercial (USD 6.37MM) corresponde al crédito que PROAUTO da directamente a sus clientes flotistas (corporativos, empresariales, gremiales, institucionales). El 25.93% restante constituyen cuentas por cobrar a instituciones financieras, 22 en total entre Bancos, Sociedades Financieras y cooperativas.

Como son 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. El 16.69% 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 (33 días en promedio) y en su baja morosidad. La cartera vencida representa el 1.92% de la cartera bruta total a Agosto del 2011. Cabe indicar que el mayor deterioro se observa en la rama de talleres y repuestos.

Activo Fijo

El activo fijo creció en 35.30% respecto a Diciembre del 2010. La inversión más representativa en CAPEX constituye la implementación del nuevo punto de ventas en Carapungo para el cual se ha destinado hasta el momento USD 2.7MM. De acuerdo a las proyecciones, la inversión por este concepto alcanzará los USD 3MM hasta finalizar este año 2011 y para el período (2012 - 2014) no se espera realizar nuevas inversiones en activo fijo. PROAUTO desembolsó USD 203M adicionales por las adecuaciones que realizó al edificio de su casa Matriz y por los equipos de computación, muebles y enseres que adquirió.

Inventario

El inventario creció significativamente en el 2010 (Δ59.69%) debido a que la Compañía se abasteció de un mayor volumen de inventarios para satisfacer el



incremento de la demanda. 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. Dicho banco otorgó a PROAUTO una línea de crédito por USD 6MM² 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 revolvente 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.

Patrimonio

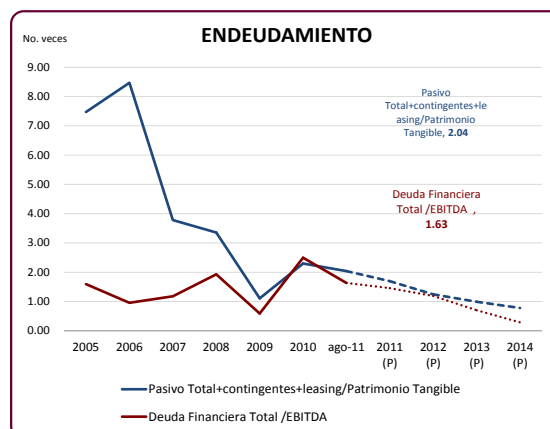
PROAUTO capitalizó USD 640M en el año 2010, es decir se transfirieron a capital social el 19.96% de las utilidades del año anterior, y se repartió el 78.53% en calidad de dividendos a los accionistas.

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 relacionadas u accionistas.

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.

²En el 2009 esta línea fue de USD 4.8MM. De esta línea se ha utilizado alrededor del 85.1%.

■ ENDEUDAMIENTO



El apalancamiento se ha reducido en relación al histórico gracias a que parte del requerimiento de capital de trabajo ha podido ser cubierto con la misma generación operativa del negocio y debido al paulatino fortalecimiento del patrimonio, no sólo por la capitalización de utilidades sino por la menor exposición del patrimonio dada la disminución de inversiones en empresas relacionadas.

Cabe indicar que los indicadores de endeudamiento mejoran respecto a la calificación original debido a 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 Accionarial 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 apalancamiento³ incluyendo en el pasivo las garantías otorgadas y restando del patrimonio los activos de incierta recuperación.

PROAUTO tiene un índice de apalancamiento en relación a su patrimonio tangible de 2.04 veces a Agos.11. De acuerdo a las proyecciones este indicador se irá reduciendo gradualmente en los próximos tres años debido a que la empresa no requerirá de mayor financiamiento para su crecimiento, gracias a los resultados que se esperan obtener y al compromiso adquirido por los accionistas en cuanto al límite en el reparto de dividendos.

³ 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 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.



En relación a la generación (EBITDA operativo), el índice de endeudamiento de la empresa se ubica en 1.63 veces, es decir que la deuda financiera podría ser cubierta en aproximadamente un año y medio con la misma generación de flujos operativos del negocio. De igual manera, se espera que este índice se reduzca en el tiempo conforme se vaya amortizando la deuda con el mercado de valores y a medida que el endeudamiento se vaya liberando en función de la generación esperada.

Es posible que a fines de este año 2011 la institución requiera de financiamiento bancario adicional en vista de la necesidad de financiar el inventario, las cuentas por cobrar y ciertas inversiones en CAPEX que están todavía pendientes. No obstante, para los próximos años (período 2012 – 2014) 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 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 reestructuración de pasivos liberando la presión sobre la liquidez.

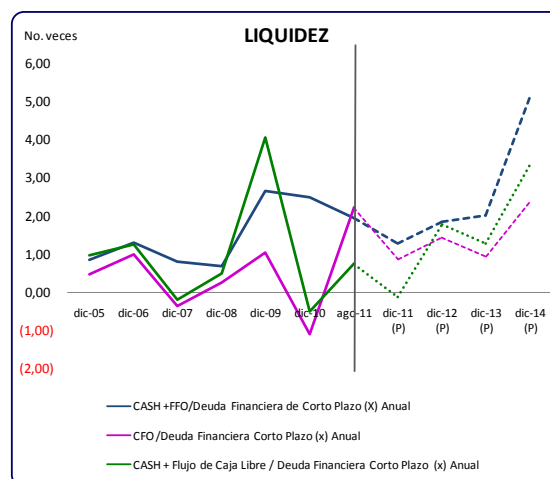
La estructura del pasivo está conformada en un 40.19% por el financiamiento de corto plazo que la empresa recibe de sus proveedores (33 días en promedio), la deuda con el mercado de valores ocupa el segundo lugar en importancia con el 26.48%. Cabe indicar que las necesidades de financiamiento de largo plazo han sido adicionalmente solventadas por Consorcio del Pichincha (Condelpi), institución que en el 2010 concedió un préstamo de USD 500M a PROAUTO y cuyo vencimiento es en mayo del 2012.

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.

DISTRIBUCIÓN PASIVO	2007	2008	2009	2010	Agos-11
Mercado de Valores	0	0	0	3,887	2,897
Instituciones Financieras	1,803	1,772	780	201	300
Proveedores	4,658	5,881	3,347	4,912	4,396
Acreedores Comerciales - Repuestos		791	777	1,195	268
Banco Local		5,091	2,570	3,717	3,494
Otros Proveedores					633
Deuda con relacionados	657	770	0	328	163
Deuda comercial financiera	0	167	0	500	500
Impuesto Diferido	0	303	322	207	207
Otros*	2,412	1,771	1,645	2,402	2,476
TOTAL PASIVO	9,530	10,665	6,094	12,436	10,938

*En otros se incluye: Anticipo de clientes, gastos acumulados por pagar, impuestos por pagar, participación a empleados por pagar, provisión para jubilación y otros pasivos de corto y largo plazo.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



*La liquidez del 2009 se vio favorecida gracias a que PROAUTO recibió ingresos no operativos por concepto de dividendos de sus relacionadas Mirasol y E.Maulme.

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.

El negocio tuvo un crecimiento agresivo en el 2010 que implicó un mayor requerimiento de capital de trabajo 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 recursos importantes para abastecer los inventarios y que genera mayor necesidad para financiar la cartera comercial. En el 2010 los índices de liquidez y endeudamiento se presionaron adicionalmente por el reparto de dividendos (78.53%) que superó lo planificado inicialmente por los accionistas (45%).

Los índices de liquidez se mantienen holgados en el transcurso del 2011 dado que se observa una desaceleración en el crecimiento del negocio y debido a los importantes recursos que se mantienen en caja como consecuencia de la venta de acciones de E.Maulme. Actualmente los flujos generados por la empresa son suficientes para cubrir los cargos fijos y la deuda financiera de corto plazo.



Es posible que los índices de liquidez se presionen a fines de este año debido a que la Compañía empleará esta liquidez acumulada para sostener su crecimiento (cartera, inventarios y CAPEX). De acuerdo a las proyecciones la empresa necesitará refinanciar la deuda financiera de corto plazo, riesgo que se mitiga por el amplio acceso que PROAUTO tiene a líneas de crédito bancarias.

La inversión en el patio de camiones en Carapungo y la remodelación de su casa matriz ha requerido de USD 2.7MM (a agosto.2011). Estas inversiones en CAPEX presionan el flujo de caja libre que de acuerdo a las proyecciones se mantendrá negativo hasta finalizar el año, pues se necesitará alrededor de USD 529M adicionales de inversión en activo fijo.

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 empresa seguirá siendo generadora de flujos operativos positivos y suficientes para pagar las obligaciones adquiridas.

Cabe indicar que a Agosto. 11 PROAUTO tiene USD 644M en inversiones temporales que corresponde a una letra de cambio perteneciente a uno de sus accionistas, cuyo vencimiento es en Enero 2012; los índices de liquidez y endeudamiento fueron sensibilizados sin considerar esta inversión.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

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 17.67MM a Agos-11. Esta garantía cubre en 6.10 veces el monto en circulación de la emisión vigente (USD 2.90MM). Si se resta del activo a los rubros de incierta recuperación, esta cobertura se ubica en 4.5 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.

ACTIVOS USD Miles	ago-11	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Intangibles y Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1.144		1.144		1.144
Cuentas por Cobrar Comerciales	6.326		6.326		6.326
Cuentas por Cobrar Relac C/P	898		898		898
Inversiones Temporales	654		654		654
Inventario Livianos Fiducia	1.769	1.769	0		0
Inventario Pesados Fiducia	711	711	0		0
Inventario, Otros	1.436		1.436		1.436
Anticipo a Proveedores	75		75		75
Impuestos y pagos anticipados	298		298		298
Propiedades	5.211	241	4.970		4.970
Inversiones Empresas Relac.	27		27		27
Activo Intangible	149		149	149	0
Activo Diferido	232		232	232	0
Cuentas por Cobrar Relac L/P	1.873		1.873		1.873
Activo tributario Diferido	14		14		14
Otros Activos	58		58		58
Activos en Litigio				103	-103
ACTIVO TOTAL	20.873	2.721	18.152	484	17.668
Emisión en circulación					2.897
Cobertura de garantía general (No. Veces)					6,10
Cobertura de garantía general sensibilizada					4,50

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 Agos.11, los indicadores de resguardo se ubican en:

- Pasivo Total + Leasing + contingentes/Patrimonio Tangible = 2.04 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. En este seguimiento se resta del patrimonio adicionalmente los USD 644M de inversiones temporales.

- CFO + ingresos no operativos / Deuda Financiera de corto plazo = 2.22 veces
- Deuda Total/ Patrimonio = 1.10 veces
- Activo corriente/ Pasivo corriente = 1.67 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 Agosto.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 (Agosto 2011) el emisor ha cumplido con el pago de dos cupones de capital y cuatro 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	ago-11
RESULTADOS					
Ventas	46,156	55,224	55,053	75,810	53,859
% crecimiento	0.09%	19.65%	-0.31%	37.70%	6.57%
Costos	-41,812	-49,967	-47,817	-67,333	-48,252
% crecimiento	0.44%	19.50%	-4.30%	40.81%	7.49%
MARGEN BRUTO (%)	9.41%	9.52%	13.14%	11.18%	10.41%
Otros Ingresos Operativos	881	470	353	437	199
% crecimiento	35.64%	-46.61%	-24.92%	23.88%	-31.85%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,762	1,527	1,572	2,141	1,840
% crecimiento	-2.49%	-13.38%	2.96%	36.23%	28.91%
MARGEN EBITDA (%)	3.82%	2.76%	2.85%	2.82%	3.42%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,215	1,566	1,572	2,141	1,840
MARGEN EBITDAR (%)	4.80%	2.84%	2.85%	2.82%	3.42%
Cuota leasing del período	453	40	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones	149	159	35	228	145
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,613	1,368	1,537	1,913	1,695
MARGEN EBIT (%)	3.49%	2.48%	2.79%	2.52%	3.15%
Gasto Financiero del período	(654)	(556)	(274)	(437)	(362)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.39%	1.00%	0.49%	0.57%	0.67%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	30.52%	21.52%	15.72%	15.33%	12.37%
Impuestos a la renta	(162)	(381)	(370)	(643)	(386)
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%	43.00%
UTILIDAD NETA	1,401	995	3,207	2,036	1,157
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2.98%	1.79%	5.79%	2.67%	2.14%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	20.47%	13.31%	35.60%	20.52%	17.70%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	8.35%	5.66%	18.45%	10.61%	8.07%
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	1,302
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1,662	15	-212	-2,672	1,010
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-112	1,169	3,010	-553	2,313
Inversión en Activos Fijos	-127	-302	-225	-318	-1,471
Otras Inversiones, Neto	-208	-241	3,149	987	-287
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativo)	-447	627	5,934	116	555
Variación Neta de Deuda Financiera	632	249	-1,929	4,136	-1,056
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	552
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	219	244	-69	1,732	-849
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	1,762	1,527	1,572	2,141	1,840
(-) Gasto Financiero del período	-654	-556	-274	-437	-362
(-) Impuesto a la renta del período	-162	-381	-370	-643	-386
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	946	589	928	1,062	1,092
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,662	15	-212	-2,672	1,010
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-716	605	716	-1,610	2,103
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,385	874	2,377	1,084	780
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-781	-309	0	0	-570
(-) Ajustes No operativos que no impliquen flujo	0	0	-83	-27	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-880	-750	-896	-2,519	-900
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-127	-302	-225	-318	-1,471
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,119	117	1,889	-3,390	-58
(-)Otras Inversiones neto	-208	-241	3,149	987	-287
(-) Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	-1,327	-123	5,039	-2,403	-345
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	632	249	-1,929	4,136	-1,056
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL	1	4	0	-3	0
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	912	115	-3,178	2	552
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	219	244	-69	1,732	-849
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	2.01%	1.06%	1.67%	1.39%	2.02%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	453	40	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2,215	1,566	1,572	2,141	1,840
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	735	980	915	2,647	1,154
Activos Totales	16,636	18,517	16,258	22,114	20,873
Pasivo financiero Corto Plazo	2,064	2,240	689	1,480	1,424
Pasivo financiero Largo Plazo	396	470	91	3,436	2,436
Financiamiento Leasing (valor presente de las cuotas)	40	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	109	306	152	430	649
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total	2,609	3,016	932	5,346	4,508
Pasivos con Proveedores	4,658	5,881	3,347	4,912	4,396
Otros Pasivos	2,303	1,768	1,815	2,179	2,034
Pasivos Totales	9,530	10,665	6,094	12,436	10,938
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	7,106	7,852	10,164	9,678	9,935
PATRIMONIO TANGIBLE	2,560	3,268	5,649	5,602	5,683
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	4,546	4,584	4,514	4,075	4,252
Capitalización ****	9,715	10,868	11,096	15,024	14,443
Contingentes	109	306	152	430	649
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignoralos	0	0	0	2,792	2,721
Activos diferidos	222	0	0	0	232
Activos Intangibles	0	0	0	145	149
Activos en litigio	0	0	0	0	103
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	17,668
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	3,887	2,897
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	n/a	n/a	n/a	4.93	6.10
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,131	14,813	13,006	15,342	14,134
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	n/a	n/a	n/a	3.85	4.50
(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	ago-11
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.69	2.74	5.73	4.90	5.08
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.50	2.20	4.91	4.18	1.02
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2.00	2.63	5.73	4.90	5.08
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2.45	2.06	4.38	3.43	4.02
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-0.09	2.09	3.61	-2.69	6.81
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.69	2.14	4.38	3.43	4.02
CFO/cargos fijos	-5.80	1.09	2.61	-3.69	5.81
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.18	1.93	0.59	2.50	1.63
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financi	0.85	1.30	0.01	1.26	1.22
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2.76	5.12	1.00	5.04	2.75
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	0.01
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.27	0.28	0.15	0.43	0.41
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	3.72	3.26	1.08	2.22	1.92
Pasivo Total + Contingentes+ Leasing/Patrimonio Tangible (x)	3.78	3.36	1.11	2.30	2.04
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.02	0.92	0.16	0.95	0.79
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	0.32
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.46	0.26	1.35	0.72	1.15
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.71	1.19	N/D	0.83	1.71
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.81	0.70	2.67	2.51	1.96
CFO /Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.35	0.27	1.04	-1.09	2.22
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-0.99	1.22	N/D	-1.26	3.28
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.19	0.49	4.07	-0.50	0.75
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0.53	2.21	N/D	-0.58	1.11
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	1,149.67	839.39	3,418.61	7,053.39	5,348.50
Liquidez Acida (x)	0.87	0.67	1.14	1.33	1.18
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.72	0.57	0.91	1.16	1.02
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.07	0.99	1.47	1.26	1.22
Patrimonio / Activo Total (x)	0.43	0.42	0.63	0.44	0.48
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7.88	11.23	12.20	10.35	12.69
Días de cuentas por cobrar	45.67	32.06	29.52	34.78	28.37
Rotación de inventarios (x)	18.22	12.64	20.66	15.93	18.48
Días de inventarios	19.76	28.48	17.42	22.60	19.48
Rotación de cuentas por pagar (x)	8.98	8.50	14.28	13.71	16.47
Días de cuentas por pagar	40.10	42.37	25.20	26.26	21.86
Rotación Capital de Trabajo	36.37	59.53	13.99	9.55	13.53
Días de Capital de Trabajo	9.90	6.05	25.74	37.71	26.60
Días de Ciclo de Operación	-15.43	-12.12	4.00	6.60	0.62
Activo corriente / Pasivo corriente	1.13	1.09	1.62	1.82	1.67

(x) Indice expresado en número de veces



ANEXO 2

ENTORNO ECONÓMICO

Las perspectivas hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. 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

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB (USD Mill 2000)	22,410	24,032	24,119	24,983	26,292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc. anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB %	30.49	25.34	19.67	23.40	20.1***
Deuda externa del Gobierno/PIB %	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3***
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Público/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB %	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07*****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
*** deuda a juli 2011 PIB corriente proyectado de 65.145M M					
****anualizado con cifras hasta mayo 2011 PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

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 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T 2010	1T 2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

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, mientras que mayores impuestos financian 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 2011 – 2012 -2013.....

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.



Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvable. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

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 actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es el proyecto de Ley de "Control de Poder de Mercado".

Esta ley entrará en vigencia el 30 de septiembre próximo si la Asamblea Nacional no ha concluido su tratamiento. El texto de esta ley ha sido aprobado para primer debate sin tomar en cuenta los planteamientos realizados por el sector privado, sino en función de los intereses y aspiraciones del ejecutivo.

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. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

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 Analysis, El Comercio;

Elaboración BWR.