



Ecuador
Emisión Obligaciones

Automotores de la Sierra S.A.

Calificación – Segundo Seguimiento

Tipo Instrumento	Calif.	Calif.	Último
	Actual	Anterior	Cambio
Tercera Emisión de Obligaciones	AA	AA	NR

Resumen Financiero

(Miles USD)	2007	2008	2009	2010	2011	ene-12
Activos	22,540	26,009	37,119	40,449	35,592	38,347
Patrimonio	11,040	11,934	15,973	17,856	19,063	19,348
Resultados	1,983	2,218	2,939	3,149	3,124	285
ROE (%)*	18.10%	18.93%	21.06%	18.62%	16.92%	17.81%
ROA (%)*	9.29%	9.14%	9.31%	8.12%	8.22%	9.25%

* Anualizados para períodos intermedios.

DESCRIPCIÓN DE LA TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN	
Emisor:	ASSA (AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.)
Monto:	USD 5.000.000
Fecha de Aprobación SIC:	19/05/2011
Fecha de Colocación:	31/05/2011
Fecha de Vencimiento:	31/05/2014
Monto Colocado:	USD 5.000.000
Monto en circulación:	USD 4.250.000
Plazo:	1.080 días.
Tasa de interés:	7.25% (por año) fija
Clases:	A
Pago de intereses:	Trimestral
Amortización de capital:	Semestral, a partir de los 180 días contados desde la fecha de emisión
Garantía:	General
Destino de la emisión:	Reestructuración de pasivos y/o capital de trabajo
Calificadora de riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Pagador:	Produbanco
Agente Colocador:	Sucaval
Representante de los obligacionistas:	Peña, Larrea, Torres y Asociados Cia. Ltda.

Cronograma de Pagos (% Amortiz. Capital)	
Días	Clase A
180	15%
360	15%
540	15%
720	15%
900	20%
1080	20%
Total	100%

Actividad del Emisor:

Concesionaria de Chevrolet para la zona centro del país.

Contactos

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

Jeanneth Molina
(593 2) 254 83 93
jmolina@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: 3 de Abril, 2012

ESTADOS FINANCIEROS A: 31 de Enero de 2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de calificación de BWR, decidió mantener la calificación de AA para la emisión de obligaciones propuesta de ASSA; dicha calificación de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, corresponde a **“los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.”**

La 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.

ASSA es una empresa madura, con experiencia en el mercado local, que ha venido operando con éxito, manteniendo un comportamiento acorde con el mercado automotor ecuatoriano. Es un concesionario –el segundo en importancia- de la marca más vendida localmente, lo que constituye una fortaleza, pues maneja una amplia diversidad de productos y cuenta con una importante red de asistencia y servicios.

El mercado automotor ecuatoriano es muy competitivo y la provisión de servicios anexos es un requerimiento del cliente, que incide también en sus decisiones. Con la intervención del gobierno en el mercado, a través de la implementación de aranceles, cupos, etc.; se ha incidido sobre la oferta local de vehículos en el año 2011, aunque desde el 2008 han ingresado nuevas marcas especialmente asiáticas que han venido presionando la competencia, aunque la demanda mantiene su dinámica. La participación de ASSA en su mercado muestra una tendencia a presionarse.

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.



Entre las fortalezas de la empresa se considera su posicionamiento y el de la marca que comercializa.

A pesar de las restricciones legales impuestas en el segundo semestre del 2011, y que afectaron a la industria automotriz, la gestión de la empresa da lugar a niveles de retornos adecuados y atractivos. Estos no se redujeron como se esperaba y generaron ROE y ROA de 16.92% y 8.22% respectivamente en el 2011. Las proyecciones muestran que los resultados continuarían contrayéndose pero manteniendo niveles igualmente atractivos. La generación operativa sigue siendo positiva, con una estructura de costos flexible, que permite prever positivamente la continuidad del negocio en marcha.

En 2011 ASSA vendió menos unidades, pero el margen bruto de ventas mejoró, gracias a que se pudo trasladar el incremento del costo al mercado en algunas marcas, a que la limitación de la oferta GM permitió vender sin los descuentos acostumbrados y al ingreso por parte de GM para contribuir a sostener el margen como estrategia con sus distribuidores. Adicionalmente mejoraron los márgenes por la rentabilidad de las otras líneas de negocios.

El Comité de Calificación ha reconocido el apoyo de GM a sus concesionarios y la diversificación por origen y por tipo de vehículo lo cual le permite manejar sus márgenes.

El EBITDA de ASSA crece en 3.27% en el 2011 con respecto al año anterior. Este comportamiento no refleja la mejora del margen bruto porque los gastos administrativos y de comercialización aumentan de manera importante como resultado principalmente de los gastos en publicidad que se deben realizar para cumplir el compromiso con GM.

ASSA muestra una posición financiera sólida y una estructura flexible que le han permitido adecuarse a las nuevas circunstancias sin poner en riesgo su capacidad de pago.

En vista de que para el 2012 y hasta el 2014, no se esperan crecimientos importantes del negocio, ni inversiones significativas, ni transferencias de flujos a relacionadas, la tendencia de la deuda tanto en relación al EBITDA como al patrimonio tangible es a reducirse. Esta expectativa está incorporada en la calificación.

Adicionalmente, se esperaría que la caja más el FFO (flujo de fondos operativo antes de variaciones en el capital de trabajo) y la caja más el FCF (flujo de caja libre) sobre la deuda financiera de corto plazo, no sean menores a lo proyectado para el 2012.

El riesgo de refinanciamiento está mitigado por la situación financiera de la empresa y la calidad de los accionistas que respaldan a la empresa con sus garantías.

• HECHOS RELEVANTES

- En 2010, la empresa deja de percibir el bono de GM como reconocimiento de su participación en el mercado, lo cual afecta al margen bruto.

- En agosto de 2011, el COMEXI emite las resoluciones No. 17 y 18 que establecen lo siguiente:
- Cupos para la importación de vehículos que reduce en 20% la importación del año anterior.
- Cupos para la importación de CKD's que reduce en 5% la importación del año anterior.
- Nuevos aranceles para los CKD's que irían entre el 5% y el 18% dependiendo de si es camioneta o automóvil y del cilindraje.
- Nuevo régimen de licencias de importación, dentro de los cupos, lo que demora el proceso.
- Incremento del precio de los vehículos y CKD's desde las fuentes de producción por la revalorización del yen japonés y del won coreano y por la depreciación del USD.
- Nuevos impuestos "verdes", tanto al cilindraje, como a la edad de los vehículos.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA

Los riesgos más importantes que amenazan el sector automotor son:

- Inestabilidad económica y restricciones de liquidez en el entorno macroeconómico y en el sistema financiero.
- Intervención del gobierno a través de cupos, tasas impositivas y/o aranceles.
- Competencia alta entre marcas.
- El año 2011 fue un año récord en ventas de vehículos en Ecuador con 139.000 unidades; para 2012 las perspectivas indican reducción de unidades vendidas en alrededor de 8%, básicamente por las restricciones establecidas para la oferta.
- Por el lado de la demanda, el impulso de compra persiste, una vez que se ajusten los precios se podrá apreciar el efecto de las nuevas medidas en la industria. El mercado automotor es estacionario, y los mayores niveles de ventas se dan en el cuarto trimestre de cada año en circunstancias normales.

Ver anexo 2

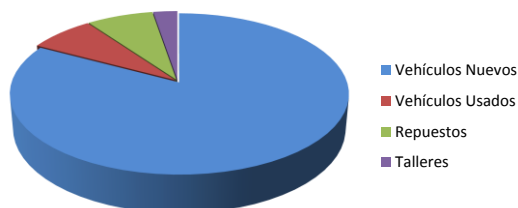
■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) es una empresa creada en Ambato en 1960 como concesionario automotriz; inicialmente manejó la marca Volkswagen en la zona. A partir de 1982 fue autorizada por General Motors para ser Concesionaria de su marca Chevrolet para la zona central del País (provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo), negocio principal de la empresa en la actualidad.



Actualmente posee siete puntos de venta en Ambato, Riobamba y Latacunga; ASSA representa alrededor del 8% de las ventas de la marca Chevrolet en Ecuador, dentro de su mercado (zona centro) mantiene una participación de mercado del 37.7%; siendo el segundo concesionario, de GM, más importante en el Ecuador; medido por su nivel de ventas anuales.

**Ingresos por línea de negocio
Ene-2012**



ASSA maneja cuatro líneas de negocios, vehículos comprende: nuevos y usados, y es la de mayor importancia, aportando el 90% de los ingresos por ventas. Las líneas de repuestos y talleres de servicio técnico, han ido profundizando su participación poco, pero de un modo consistente.

ASSA mantiene inversiones en las siguientes empresas, contabilizadas al método del Valor Histórico:

Empresa	Actividad	V.Libros (USD Miles)	% de participación accionaria
Ecuatrán	Elaboración	\$ 31,437	2.8
Plan Automotriz Ecuatoriano S.A. (Chevyplan)	Servicios automotrices	\$ 25,385	2.31
Otros	Diversas	\$ 50,138	
Total inversiones en acciones		\$ 106,960	

Al 31 enero de 2012.

Es importante anotar que las principales inversiones están relacionadas con el mercado automotor y son rentables. Por otro lado, los accionistas de ASSA poseen una inmobiliaria, locales de venta de vehículos de distintas marcas y de comercialización de neumáticos.

EMPRESAS VINCULADAS POR ACCIONISTA:

Empresas Vinculadas por Accionistas	
Bienes Raíces de la Sierra - Puntosierra S.A.	
Llantasierra S.A.	

A ene-12, el patrimonio de ASSA suma 19MM, donde el 56.9% corresponde a capital social. La estructura accionarial de ASSA refleja su origen familiar; existen 32 socios accionistas individuales, clasificables de la siguiente forma:

Accionistas	Participación
Pertenecientes a familia Sevilla	62.5%
Pertenecientes a familia Cabeza de Vaca	26.5%
Otros accionistas con participación menor al 5%	11.0%

La Junta General de Accionistas es la más alta autoridad de la empresa, y ejerce su mando a través del Directorio y las autoridades que éste nombre. El Directorio participa activamente en las decisiones del negocio y está formado por la Presidencia Ejecutiva, la Gerencia General y otros socios de la Empresa; desde junio de 2010 ASSA cuenta con un Gerente General independiente¹.

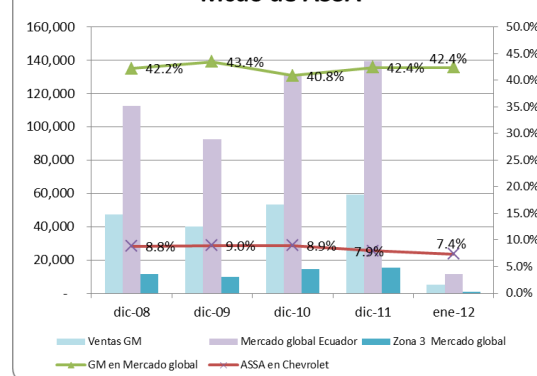
ASSA genera reportes periódicos que permiten que la Administración supervise el cumplimiento de los objetivos planteados y evalúe a su personal, con base en parámetros objetivos.

La empresa dispone de manuales de procedimientos actualizados periódicamente para los distintos procesos. Cuenta también con un organigrama dividido por unidades de negocio. Cada unidad de negocios está liderada por un gerente y existen centros de costos para cada oficina que permiten manejar una política estricta de control presupuestario.

El presupuesto anual de inversión lo realiza con la asesoría de General Motors en cuanto a las perspectivas de ventas y las características del mercado. Para la planificación de Recursos Humanos la empresa contrató asesoría externa, y mantiene un enfoque permanente en el desarrollo del personal.

Con respecto a la infraestructura informática, la contabilidad de los distintos puntos de venta se encuentra totalmente integrada. La empresa desarrolló un software para manejar todos sus procesos principales. Para el manejo de cartera directa, ASSA cuenta con procesos implementados para la originación y cobranza de créditos, lo cual le permite tomar decisiones rápidas, eficientes y con bajo riesgo. También cuenta con políticas en cuanto a cuotas de entrada (40%) y plazos máximos (24 meses) seguros, garantías, etc.

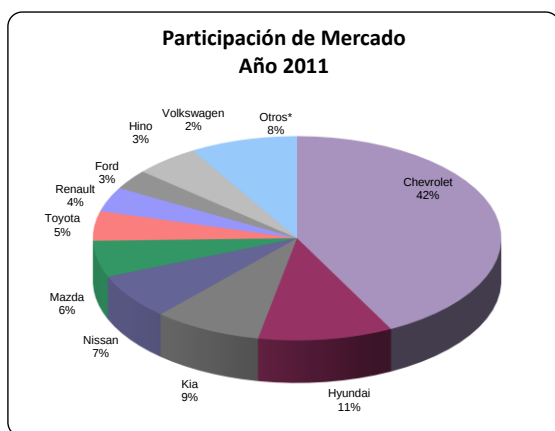
Mcd de ASSA



Automotores de la Sierra (ASSA) es un concesionario de Chevrolet, marca líder en el mercado local. La Empresa opera en la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). Las ventas de ASSA representan en dic-11 el 7.9% y el 7.4% en ene-12 de las unidades nuevas

¹ Dicho cargo desde el inicio de la compañía fue ocupado por un miembro de la familia de los accionistas mayoritarios.

totales colocadas por la Marca a nivel nacional. Esta participación se ha reducido frente a años precedentes.



Fuente: PROAUTO

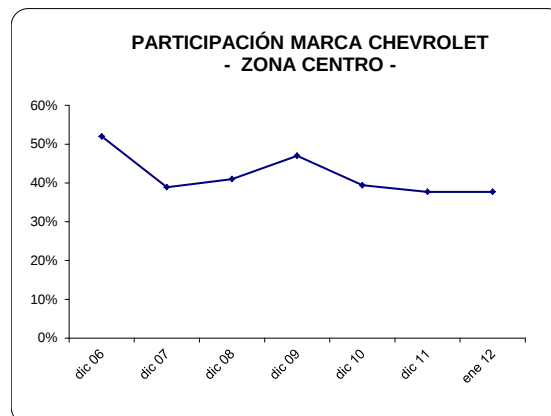
Frente a otras marcas en el sector ASSA representa el 34.6% de las ventas de vehículos en la zona 3 y del 30.4% a dic-2011. Durante el año 2011 colocó 4699 unidades nuevas (entre automóviles y flotas), para enero del año en curso vendió el 7.7% de dicha cifra, lo cual es consistente con la dinámica de ventas en ese mes.

ASSA mantiene su posicionamiento como concesionario de la red de ventas de la marca Chevrolet, medido por el número de unidades vendidas en el año, con el 3.1% de las ventas del mercado global a ene-12. Se observa que ASSA durante el segundo semestre del 2011, perdió participación tanto dentro de la marca como en el mercado total de vehículos.

La reducción de la participación de ASSA dentro del mercado total y de la marca se explica por el incremento de las ventas de Centralcar y el crecimiento del mercado en marcas de vehículos asiáticos con precios más atractivos. ASSA en unidades vende el 1.72% menos que equivale a 82 vehículos menos en el 2011 comparado con 2010.

Actualmente cuenta con 229 empleados y 8 puntos de venta ("ASO's") ubicados en Ambato (5), Riobamba y Latacunga.

ASSA se beneficia del apoyo y control de General Motors en cuanto a la obtención de información estadística de la industria automotriz, planificación de estrategias y monitoreo de indicadores relacionados principalmente con la calidad del servicio brindado y la gestión operativa de cada uno.



FUENTE: ASSA.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por PriceWaterhouseCoopers para los años 2008, 2009 y 2010, no se presentan observaciones. Para 2009 y 2010 fueron auditados bajo normas NIIF. Las cifras no auditadas que se analizan provienen de los estados financieros interinos, bajo normas NIIF, con corte a Diciembre 2011 y Enero 2012.

GESTION OPERATIVA

ASSA es una empresa consolidada, cuyo negocio principal es la venta de automóviles nuevos de marca Chevrolet; estos son comprados a Omnibus BB quien le provee de vehículos tanto importados como ensamblados localmente. Alrededor de esta línea ha desarrollado negocios relacionados, como son: vehículos usados, repuestos y talleres. Durante 2011 los ingresos de usados crecieron de manera importante como lo muestra la tabla que sigue:

Ingresos por Línea de Negocios	2009	%	2010	%	2011	%	Ene-12	%
Vehículos Nuevos	67,212	90.1%	91,426	91.2%	89,951	84.0%	6,640	82.8%
Vehículos Usados	489	0.7%	507	0.5%	7,086	6.6%	583	7.3%
Repuestos	4,909	6.6%	6,011	6.0%	7,450	7.0%	587	7.3%
Talleres	1,970	2.6%	2,279	2.3%	2,654	2.5%	212	2.6%
Total General	74,580	100%	100,224	100%	107,141	100%	8,022	100%

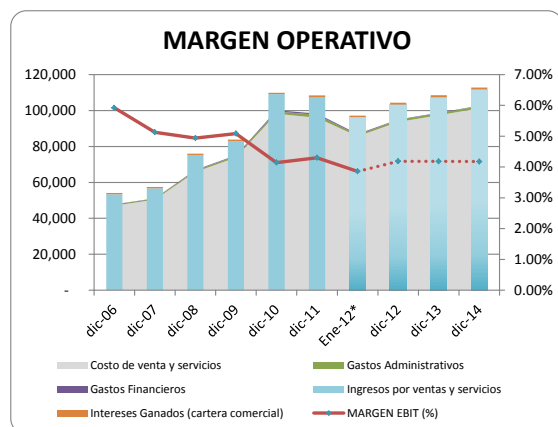
Participación en Unidades Vendidas					
Tipo Vehículo	2008	2009	2010	2011	Ene-12
Vehículos Nuevos	87.6%	86.8%	89.2%	91.2%	91.2%
Vehículos Usados	12.4%	13.2%	10.8%	8.8%	8.8%
P.Venta Promedio	16,039	14,912	19,122	20,651	19,887
Margen bruto	12.5%	11.0%	10.0%	10.5%	11.1%

Unidades Vendidas	2008	2009	2010	2011	Ene-12
ASSA	4219	3613	4781	4699	364
Promedio	3357.50	3408.60	3637.33	3789.00	3408.43
% crecimiento	33.7%	-14.4%	32.3%	-1.7%	-7.0%

INDICES	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
ROE	18.93%	21.06%	18.62%	16.92%	17.81%
ROA	9.14%	9.31%	8.12%	8.22%	9.25%
UTILIDAD NETA/VENTAS y OTROS ING. OPERATIVOS	2.92%	3.51%	2.87%	2.88%	3.52%



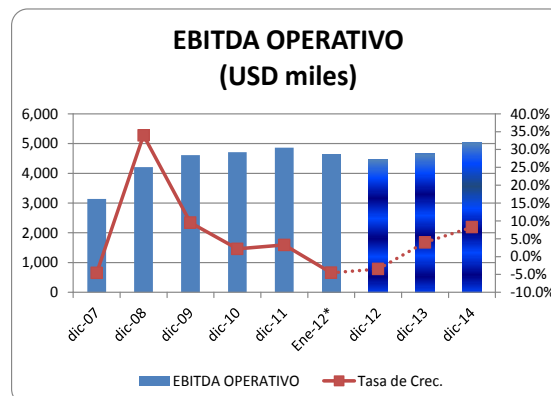
En concordancia con la naturaleza del negocio la comercialización de vehículos es la principal fuente de generación del negocio, aportando alrededor del 90% de los ingresos de la compañía. ASSA mantiene resultados netos positivos, originados fundamentalmente en su negocio principal



Frente a dic-10, el nivel de ventas (que incluyen ingresos y servicios adicionales al negocio de venta de vehículos) en 2011 se contrajo alrededor de 2% tanto en volúmenes como en USD. Este comportamiento fue mejor que el 7.41% de reducción esperado como consecuencia de las restricciones legales y el incremento de precios. Para el año 2012 las proyecciones de ventas registran una reducción del 3.71% en relación al 2011. Se espera un crecimiento en ventas del 4% anual para los próximos dos años, con lo cual en el 2013 se alcanzarían nuevamente los niveles del 2011. Cabe destacar que el negocio de comercialización automotriz es cíclico y su temporada alta se da hacia el cuarto trimestre mientras que el primer trimestre es normalmente bajo, en tal virtud las cifras de enero no muestran la realidad del año.

La gestión de la empresa da lugar a niveles de retornos adecuados y atractivos. Estos tampoco se redujeron como se esperaba y generaron ROE y ROA de 16.92% y 8.22% respectivamente en el 2011. Las proyecciones muestran que los resultados continuarían contrayéndose manteniendo niveles igualmente atractivos. La generación operativa sigue siendo positiva, con una estructura de costos flexible, que permite prever positivamente la continuidad del negocio en marcha.

Durante 2011, el costo de ventas se redujo en mayor proporción que la desaceleración de ventas, manteniendo el margen bruto del negocio. Dicha situación se explica por: 1) ajuste en los precios de algunos modelos transfiriendo la depreciación del dólar y otros aumentos de costos, inclusive en la venta del inventario remanente registrado a costos viejos, y 2) a partir de oct-11, debido al déficit de abastecimiento de la planta se empezó a vender sin descuentos, lo que contribuyó también a una mejoría en el margen esperado. 3) Ingreso GM para mantener el compromiso asumido en cuanto a mantener el margen de sus concesionarios.



El EBITDA de ASSA crece en 3.27% en el 2011 con respecto al año anterior. Este comportamiento no refleja la mejora del margen bruto porque los gastos administrativos y de comercialización aumentan de manera importante como resultado de la estrategia de mercadeo de la marca.

Los ingresos por intereses de cartera, que hacen parte de la generación operativa, aumentan durante el 2011 y aunque en relación a los ingresos totales por ventas y servicios representa alrededor del 1.1%, en relación al EBITDA generado representan casi un 24%, representado un ingreso importante para la empresa.

La tasa de crecimiento del EBITDA operativo refleja un comportamiento volátil. El pico del 2008 obedece a las condiciones del mercado, que permitieron aumentar las ventas en casi 33% y acceder a márgenes brutos de 12.54%. A partir del 2009 y pese a un crecimiento en ventas en el 2010 de casi 32%, hasta el 2011, la tasa de crecimiento del EBITDA se desacelera, por márgenes brutos más pequeños de entre el 10% y el 11%.

El comportamiento del margen bruto como ya se explicó obedece a una mayor oferta de marcas importadas en el mercado local, lo que presionó la competencia y en parte motivó las restricciones impuestas por el gobierno. El mercado no pudo absorber el incremento de costos presionados tanto por factores externos como internos (revalorización de monedas asiáticas, restricción de la oferta a nivel mundial, impuestos adicionales establecidos localmente).

En el 2012, el EBITDA podría decrecer (margen bruto algo más alto del 9%) y revertir su tendencia a partir del 2013 una vez que el mercado se estabilice frente a las nuevas condiciones. El crecimiento esperado del EBITDA está relacionado a las ventas proyectadas, a la estabilidad en el margen bruto, al control de gastos operativos y a mantener los ingresos por el financiamiento de cartera.

Los gastos operativos incluyen en su mayor parte gastos de comercialización. Una parte de la remuneración al personal varía en relación a las ventas lo cual permite adecuar estos gastos a las circunstancias cambiantes del mercado.



Los gastos financieros no representan un rubro importante en el P&G, y a futuro se esperaría que estos no superen el 1% de las ventas, tal como ha ocurrido históricamente.

En opinión de la calificadora, ASSA maneja un negocio rentable, en un mercado competitivo y con liquidez, lo que ha dado lugar a que la demanda de vehículos persista pese a las medidas gubernamentales y al encarecimiento de productos. Adicionalmente, la empresa es un concesionario importante de la marca más vendida en el Ecuador, de manera que a futuro no se esperarían caídas significativas en sus niveles de generación.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

ACTIVOS (USD MILES)	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
Total Activo Corriente	19,206	23,375	28,371	23,660	25,598
Fondos Disponibles	2,382	2,394	1,894	1,429	2,685
Inversiones temporales	3,482	3,493	501	720	721
C x Cobrar Comerciales	8,241	10,283	15,337	15,310	13,475
Inventarios Neto	4,675	5,314	8,175	4,746	6,888
C x cobrar Relacionadas	137	1,597	2,170	1,132	1,197
Otras cuentas por cobrar	288	293	293	324	632
Total Activo No Corriente	6,803	13,743	12,077	11,932	12,748
Propiedades	3,609	8,092	7,658	8,186	8,161
Inversiones Acciones	713	81	182	107	107
C x Cobrar LP Comerc	2,481	5,570	4,238	3,639	4,480
ACTIVOS TOTALES	26,009	37,119	40,449	35,592	38,346

La estructura de activos de ASSA es consistente con la dinámica del negocio y muestra la importancia creciente del financiamiento a clientes con unas cuentas por cobrar comerciales que a dic-11 llegan al 43% del activo total y que en promedio los últimos 5 años han representado el 35% de los activos de la empresa.

Aproximadamente el 85% de las ventas de ASSA se realizan a crédito. Dichas operaciones se manejan con distintas opciones de financiamiento de acuerdo a las características del cliente: crédito directo ASSA², o financiamiento de instituciones financieras.

Cuando la cartera financiada sobrepasa la capacidad de la empresa, se fondea a través de la venta de cartera a distintas instituciones financieras. En dichas operaciones, la empresa continúa realizando las funciones de administración y recuperación de cartera y mantiene la responsabilidad sobre el riesgo de crédito de los clientes. Desde el año 2007 se realizan ventas de cartera "con responsabilidad". A ene-12, las ventas de cartera suman USD 5.7MM, 34% con recurso. Bajo normas NIIF, estas cuentas por cobrar y su financiamiento están registrados en activos y pasivos como corresponde.

La cartera de la empresa es de buena calidad, a la fecha de análisis alrededor del 88% de la cartera está vigente (no en mora). Por el sistema de registro de la empresa, la

² Por política mantiene un promedio de USD 7 millones dedicados a esta actividad; sin embargo, ha llegado a destinar mayores recursos cuando el mercado lo ha requerido.

cartera desde tres cuotas vencidas a la fecha llegó al 9.5%. La cobertura de dicha cartera, vía provisiones llega a 23% de la cartera vencida a más de tres cuotas. La cartera que registra el balance incluye interés corrientes, de mora. La cartera deja de acumular intereses en P&G a partir del día 16 del vencimiento.

Cartera por fecha de Vencimiento:

	0 - 30 Días	31 - 60 Días	61 - 90 Días	91 - 180 Días	181 - 360 Días	> 360 Días
Cartera vigente	40.5%	8.4%	5.6%	6.1%	9.2%	30.2%
cartera vencida	78.6%	11.9%	2.7%	3.0%	2.4%	1.4%

La cartera de la empresa incluye: venta de vehículos, repuestos e insumos para talleres. En el mercado ecuatoriano estadísticamente se ha observado que la morosidad superior a 3 cuotas en la cartera automotriz cae significativamente; ASSA reporta una pérdida histórica inferior al 0.5% de la cartera, de manera que las provisiones están en línea con la ley.

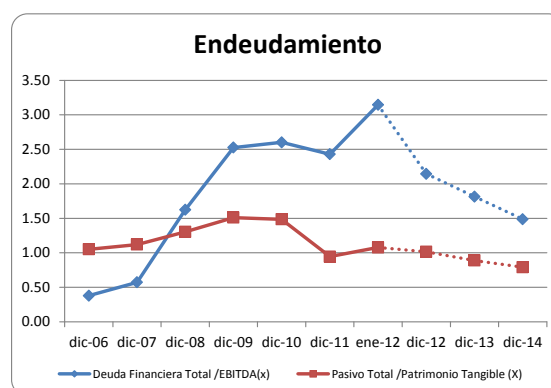
A ene-12 el inventario de ASSA representa el 18% del activo bruto total. El inventario corresponde fundamentalmente –alrededor del 77.7%– a vehículos (entre livianos y pesados), le siguen en importancia repuestos –17%–. Hace parte de las cuentas comerciales el inventario de vehículos usados que se recibe como parte de la cuota de entrada en la venta de vehículos nuevos y cuya venta es intermediada por ASSA. A ene-12 dicho rubro suma USD 803M.

El control del inventario se encuentra centralizado en la Matriz, donde se coordina según el caso, el pedido de los carros nacionales y la importación de los automóviles requeridos a Omnibus BB. Por el tiempo que involucra el proceso, ASSA requiere un plazo de aproximadamente seis meses para adecuar sus inventarios a condiciones cambiantes de mercado.

Caja e inversiones, representan aproximadamente el 8.9% de los activos totales y constituyen una reserva de liquidez para la empresa. Adicionalmente existen cuentas por cobrar con compañías relacionadas por accionariado, que a ene-12 suman USD 1.2MM, y representan el 3.1% del balance de ASSA.

El peso del activo fijo a ene-12 es 21.3% del total y corresponde a terrenos, edificios y bienes muebles utilizados para el negocio.

ENDEUDAMIENTO





La deuda financiera promedio de la empresa se ha incrementado en el tiempo hasta dic-2010. Este comportamiento es el resultado del importante crecimiento en ventas y las necesidades de capital de trabajo que eso implica. A partir de 2008, los requerimientos de capital de trabajo de ASSA se relacionan al financiamiento de cartera, inventarios e inversiones en CAPEX. También se requiere financiamiento adicional para el pago de dividendos. A partir del año 2009, se observa transferencia de flujos de ASSA hacia relacionadas como préstamos a largo plazo.

A diciembre del 2011, las necesidades de capital de trabajo se reducen como consecuencia de menores ventas lo que se traduce en menores cuentas por cobrar comerciales y menores necesidades de inventarios. En este año, el flujo operativo permite reducir la deuda financiera en USD4.8MM, luego de pagar dividendos por casi el 61% de las utilidades del año anterior (USD1.9MM) y hacer inversiones en CAPEX por USD744M.

El gráfico anterior muestra las tendencias explicadas de la deuda tanto en relación al EBITDA como en relación al patrimonio tangible. En relación al EBITDA el endeudamiento de enero -2012 presenta una distorsión ya que el EBITDA del mes no es representativo del comportamiento del año. Según las proyecciones, se esperaría que hacia finales de año este indicador aumente ligeramente más bien por una pequeña reducción del EBITDA ya que se espera ir reduciendo la deuda hasta el 2014. Tanto las necesidades de capital de trabajo como el pago de dividendos se cubrirían con el flujo operativo de la empresa y no se harían inversiones importantes hasta el 2014 por lo que la tendencia de este indicador sería a reducirse. Tampoco se proyecta salida de flujos por préstamos a accionistas o relacionadas.

En relación al patrimonio tangible, los niveles de apalancamiento de la empresa se han mantenido relativamente estables, con una reducción a diciembre 2011.

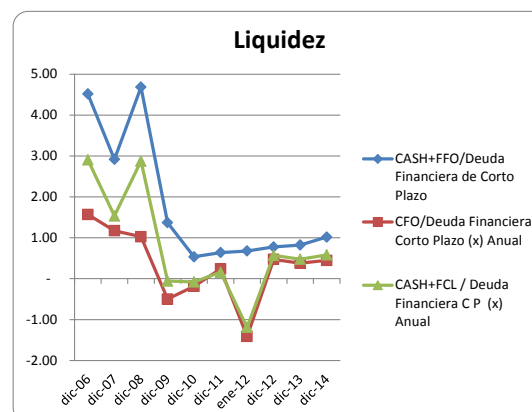
La empresa genera suficientes flujos para cubrir los cargos fijos por la deuda, lo cual le otorga flexibilidad financiera.

ASSA cuenta con tres fuentes principales de fondeo: mercado de valores, bancos y proveedores. La estructura de fondeo actual le otorga mayor flexibilidad para afrontar períodos más restrictivos.

Principales fuentes de financiamiento	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
Bancos	17.9%	45.7%	54.0%	25.1%	27.1%
Mercado de Valores	24.5%	31.9%	16.6%	32.7%	27.0%
Proveedores	57.5%	22.4%	29.4%	42.2%	45.9%

Las compras de vehículos a General Motors que realiza ASSA son financiadas en un 100% por GME, a través de Fiducia, con un convenio de cobro por medio de Produbanco. Dicha línea de crédito no tiene costo durante los primeros 30 días, actualmente el cupo aprobado es de USD 4.7MM para vehículos livianos y USD 2.3MM para pesados. A ene-12, este financiamiento representa el 85% de proveedores.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



ASSA es una empresa rentable, con experiencia en el mercado, que mantiene una generación operativa positiva, adecuada y suficiente para cubrir gastos financieros, impuestos y a dic-11 incluso la variación de capital de trabajo; pero que requiere financiamiento adicional para el pago de dividendos y parte de las inversiones en CAPEX. Respecto de 2010, en 2011, la liquidez de la empresa mejoró por los menores requerimientos de capital de trabajo; La deuda de corto plazo representa el 77% de la deuda financiera total.

A dic-11, el FCL + efectivo cubre el 16% de la deuda financiera de corto plazo, mientras a ene-12 requiere refinanciarla completamente. Históricamente cuando el negocio no está en un período de expansión, la empresa genera suficientes fondos para asumir el total de la deuda de corto plazo. De acuerdo a las proyecciones, se esperaría que en los siguientes períodos la empresa mantenga un capital libre más caja de al menos el 50% de la deuda de corto plazo; desde el año 2009 por tratarse de períodos de expansión del negocio. El riesgo de refinanciamiento del saldo de la deuda se mitiga por el apoyo de los accionistas a través de garantías que le permiten acceder a financiamiento en el sistema financiero y a la solvencia de la empresa que le otorga alternativas en el mercado de valores.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, pignorados, y desde junio del año 2010, tampoco se considerarán los inventarios "pericibles".



Activos (Enero 2011)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravamen
Caja-Bancos	3,406.62		3,406.62
Cuentas por cobrar Comerciales	13,475.38	1,323.61	12,151.76
Cuentas por cobrar Otras	1,196.53		1,196.53
Inventarios	6,887.78	3,996.33	2,891.45
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	631.90		631.90
Cuentas por cobrar LP	4,479.80	608.16	3,871.63
Propiedades y Equipo	8,161.02	5,396.29	2,764.73
Inversiones de Largo Plazo	107.37		107.37
TOTAL	38,346.4	11,324.40	27,021.99
MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)			4,250.00
TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			5,000.00
EMISIONES / ACTIVOS GARANTIA GENERAL			15.7%

A ene-12, las emisiones en circulación representan el 15.7% de los activos libres de gravamen, lo que representa una cobertura de 6.4 veces. La emisión de obligaciones tiene la misma prelación frente a los activos libres que el resto de pasivos sin garantía específica.

Bajo la metodología de Fitch existen activos que no constituyen garantía general, como son pagos anticipados, cuentas por cobrar varias, cuentas por cobrar a relacionadas e inversiones en relacionadas, que a ene-12 suman alrededor de USD 1.7MM. Sensibilizando la relación, los activos libres para garantía son USD 25.3MM, lo que deja una cobertura para la emisión en circulación de 6 veces.

La tercera emisión de obligaciones cuenta con resguardos adicionales a los de ley. ASSA se ha comprometido a:

- Repartir dividendos hasta por un monto máximo del 50% de la utilidad neta.
- Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 2.
- Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2.

Dichos resguardos protegen al inversionista de los títulos emitidos, al limitar decisiones que pudieran deteriorar la calidad crediticia de ASSA.

El cuadro que sigue, muestra la evolución de los resguardos en el tiempo:

Resguardos	2008	2009	2010	2011	Ene-12
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de la utilidad neta.	90%	90%	43%	61%	0%
2. Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 2.0	1.62	2.53	2.60	1.53	1.83
3. Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2	1.3	1.51	1.49	0.94	1.08

El primer resguardo ASSA incumple.

En cuanto al resguardo 2 a partir de 2011 se lo está cumpliendo.

El resguardo 3 se ha vendido cumpliendo.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La primera emisión de obligaciones de ASSA salió al mercado el 1 de abril de 2008, con buena recepción, pues rápidamente fueron colocados los USD 4MM en el mercado de valores.

La segunda emisión de obligaciones por USD 1.5MM se colocó en su totalidad el 16 de julio de 2009.

El papel comercial salió por primera vez en julio de 2009.

La tercera emisión salió al mercado el 31 de mayo de 2011, a ene-12 están en circulación USD 4.250M.

La empresa ha servido sus obligaciones con el mercado de valores en tiempo y forma.



ASSA

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
RESULTADOS					
Ventas	75,270	82,948	109,151	107,276	8,025
% crecimiento	32.6%	10.2%	31.6%	-1.7%	-10.2%
Costos	(65,827.69)	(73,857.50)	(98,216.20)	(95,969.48)	(7,137.97)
% crecimiento	30.7%	12.2%	33.0%	-2.3%	-10.7%
MARGEN BRUTO (%)	13%	11%	10%	11%	11%
Otros Ingresos Operativos	722.382	830.028	722.908	1,162.347	75.388
% crecimiento	-1%	15%	-13%	61%	-22%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,209	4,610	4,710	4,864	387
MARGEN EBITDA (%)	5.6%	5.6%	4.3%	4.5%	4.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,394	4,728	4,710	4,864	387
MARGEN EBITDAR (%)	5.8%	5.7%	4.3%	4.5%	4.8%
Cuota leasing del período	185	118	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	491	390	187	249	77
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,718	4,219	4,523	4,615	310
MARGEN EBIT (%)	0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-354	-353	-724	-641	-41
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0.5%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no financieros)	0	0	0	0	0
Impuestos a la renta	(855.11)	(1,041.01)	(794.24)	(1,026.77)	3.00
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27.8%	26.2%	20.1%	24.7%	-1.1%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	2.1%	4.4%	4.8%	11.3%	7.5%
UTILIDAD NETA	2,218.09	2,938.66	3,148.96	3,124.14	284.98
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2.9%	3.5%	2.9%	2.9%	3.5%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.9%	21.1%	18.6%	16.9%	17.8%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.1%	9.3%	8.1%	8.2%	9.3%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,561	3,329	3,336	3,373	362
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-986	-6,698	-5,321	2,704	51
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,575	-3,370	-1,986	6,077	414
Inversión en Activos Fijos	-212	-1,529	122	-744	-66
Otras Inversiones, Neto	0	633	-101	142	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,364	-4,266	-1,965	5,476	347
Variación Neta de Deuda Financiera	2,355	7,750	312	-4,812	1,046
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-1,785	-1,996	-1,266	-1,917	0
Otros Financiamientos, Neto	622	-1,465	-574	1,008	-137
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	2,556	23	-3,492	-246	1,256
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)					
EBITDA OPERATIVO	4,209	4,610	4,710	4,864	387
(-) Gasto Financiero del período	-354	-353	-724	-641	-41
(-) Impuesto a la renta del período	-855	-1,041	-794	-1,027	3
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total d	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3,000	3,215	3,192	3,196	348
(-) Variación Capital de Trabajo	-986	-6,698	-5,321	2,704	51
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,014	-3,483	-2,130	5,900	400
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-71	175	189	469	21
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-369	-61	-45	-292	-7
(-) dividendos, totales pagados a los accionistas en el período	-1,785	-1,996	-1,266	-1,917	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-212	-1,529	122	-744	-66
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-421	-6,895	-3,130	3,416	347
(-)Otras Inversiones neto	0	633	-101	142	0
Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Neto	-421	-6,262	-3,230	3,559	347
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	2,355	7,750	312	-4,812	1,046
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	622	-1,465	-574	1,008	-137
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	2,556	23	-3,492	-246	1,256
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	3,300	5,864	5,887	2,395	2,149
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	5,856	5,887	2,396	2,149	3,405
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	5,864	5,887	2,395	2,149	3,407
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	-8	0	0	0	-1
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	3.95%	3.84%	2.90%	2.95%	4.30%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	185	118	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4,394	4,728	4,710	4,864	387
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	5,864	5,887	2,395	2,149	3,407
Activos Totales	26,009	37,119	40,449	35,592	38,347
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1,893	6,639	10,427	4,009	5,084
Pasivo financiero Largo Plazo	2,400	5,303	1,827	3,432	3,403
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	2,843	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	7,136	11,941	12,254	7,441	8,487
Pasivos con Proveedores	5,809	3,449	5,103	5,441	7,187
Otros Pasivos	1,128	5,755	5,236	3,647	3,324
Pasivos Totales	14,074	21,145	22,593	16,529	18,997
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	11,934	15,973	17,856	19,063	19,348
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a	10,795	14,002	15,211	17,500	17,638
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1,138	1,971	2,645	1,563	1,710
Capitalización ****	19,070	27,914	30,110	26,504	27,835
Contingentes	2,843	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignorados	1,287	11,197	12,722	9,692	11,324
Activos diferidos	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	850	1,677	2,352	1,563	1,710
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	24,722	25,921	27,727	25,900	27,022
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	23,872	24,244	25,375	24,337	25,312
Emisión de Obligaciones en Circulación	2,474	4,905	2,888	4,250	4,250
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	10	5	10	6	6.4
Límite Legal para Emitir Obligaciones	19,777	20,737	22,181	20,720	21,618
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	10	5	9	6	6.0

(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.



ASSA

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	11.89	13.04	6.51	7.59	9.33
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.30	8.71	6.67	6.43	7.73
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8.15	10.03	6.51	7.59	9.33
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	9.48	10.10	5.41	5.99	9.40
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	6.69	-8.85	-1.94	10.21	10.64
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	18.76	14.65	5.41	5.99	9.40
CFO/cargos fijos	12.92	-13.79	-1.94	10.21	-26.53
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.62	2.53	2.60	1.53	1.83
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.29	1.28	2.09	1.09	1.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2.38	3.71	3.84	2.33	2.03
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	37%	43%	41%	28%	30%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.09%	0.00%	0.00%	1.48%	1.14%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.51	0.56	0.54	0.45	0.45
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.30	1.51	1.49	0.94	1.08
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.30	1.51	1.49	0.94	1.08
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.66	0.85	0.81	0.43	0.48
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	89.99%	90.00%	43.06%	60.89%	0.01%
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para evitar errores	-	-	-	-	-
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.29	0.57	0.85	0.54	0.60
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.58	0.48	0.31	0.80	0.82
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.79	11.59	18.14	17.38	16.41
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	4.68	1.37	0.54	1.33	1.49
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.03	-0.50	-0.19	1.59	0.99
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.20	-12.56	-12.10	32.08	18.83
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.88	-0.15	-0.07	1.39	1.49
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	6.23	-5.36	-6.21	77.83	53.58
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,044	6,851	6,191	10,262	9,645
Liquidez Acida (x)	1.31	1.10	0.90	1.45	1.19
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	1.28	1.08	0.89	1.42	1.14
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.35	1.03	1.16	1.36	1.28
Patrimonio / Activo Total (x)	0.46	0.43	0.44	0.54	0.50
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	5	5	6	5
Días de cuentas por cobrar	52	70	66	65	68
Rotación de inventarios (x)	14	14	12	20	12
Días de inventarios	26	27	30	18	29
Rotación de cuentas por pagar (x)	11	21	19	18	11
Días de cuentas por pagar	32	17	19	20	31
Rotación Capital de Trabajo	8	11	16	9	9
Días de Capital de Trabajo	44	33	23	38	41
Días de Ciclo de Operación	-2	-46	-54	-24	-25
Activo corriente / Pasivo corriente	1.73	1.46	1.31	1.84	1.65
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	3,401	2,828	1,500	1,500
Vencimientos Otra deuda Financiera	1,007	3,050	7,481	2,438	3,443
Total	1,007	6,451	10,308	3,938	4,943

(x) Índice expresado en número de veces

ANEXO 1

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 Petroleo/ 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 revolvente. 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 Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.

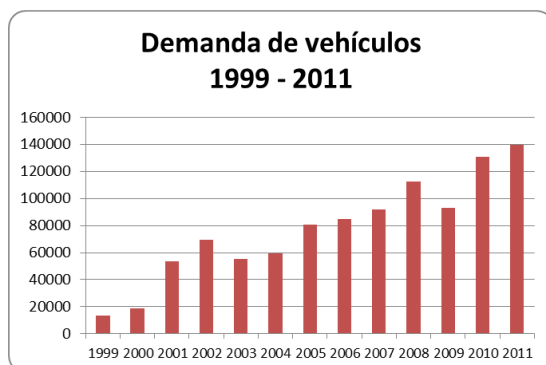


ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL

La industria automotriz es un termómetro del desempeño de la economía en general y en un segmento beneficiario de la liquidez de la economía y de la apertura crediticia del sector financiero. En la última década ha mostrado un desempeño dinámico, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; adicionalmente, el boom impacta también en otros segmentos, tales como: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz.

Como resultado del efecto multiplicador en la economía de la industria automotriz, ésta ha venido liderando el segmento de consumo, y aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal. El mercado de combustibles crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es 10% anual.



Fuente: AEADE y Proauto.

En 2011 se estableció un nuevo record en unidades vendidas con 139.593 nuevos automotores, mostrando un crecimiento anual del 6.7%. La demanda continúa dinámica, y la desaceleración observada se debió a medidas implementadas por el gobierno central para el sector³. La evolución del sector depende de factores tales como la disponibilidad de crédito y en gran medida de las expectativas de los agentes económicos; y en los últimos años, pese a las presiones sobre la oferta, se ha visto que la demanda ha absorbido el encarecimiento de precios.

El automotor es un mercado estacional y el último trimestre suele acumular los mayores niveles de ventas. Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el

³ Son:

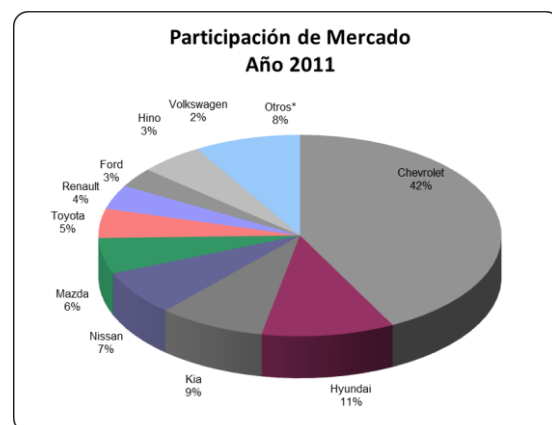
1) Restricción de importaciones: reducción del cupo para autos terminados en 20% respecto del volumen 2010.

2) Establecimiento de aranceles escalonados para la importación de CKD's, en función del tipo de vehículo y su cilindraje. El % del arancel puede reducirse en función de la cantidad de "componentes locales" en el ensamblaje, pero aún no se establece el mecanismo de compensación.

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.

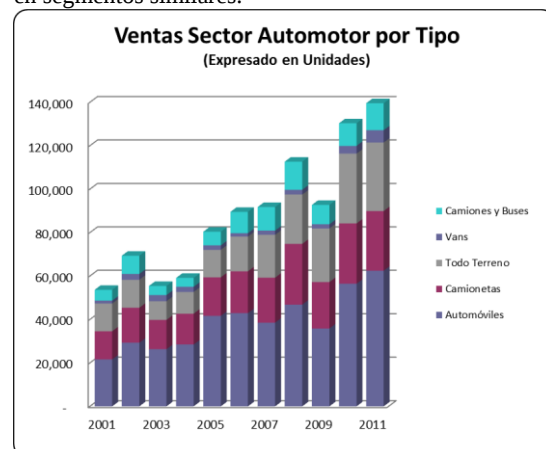
El país no tiene una industria automotriz autosuficiente, la mayor parte de los vehículos comercializados localmente son importados, pero la participación de los de ensamblaje local muestra una tendencia creciente.

La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importado) lo que promueve exigencias de servicios postventa. La tendencia entre concesionarios es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente; rubro que ha incrementado su participación en los ingresos por ventas y que de persistir la tendencia a futuro pasara a ser la principal fuente generadora de ingresos⁴.



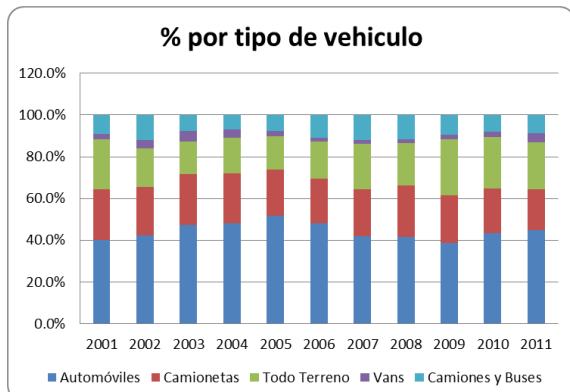
Fuente: AEADE

Por marcas, el mercado ecuatoriano está altamente concentrado. En 2011, GM continúa siendo la marca dominante; sin embargo, marcas emergentes fueron las de mayor crecimiento. En los últimos años el sector ha observado la entrada de diversas marcas, la mayoría de las cuales maneja una estrategia de precios, compitiendo en segmentos similares.



⁴ AEADE.

De acuerdo a estadísticas del sector, el segmento más importante en ventas es el de automóviles, que 2011 representó el 44.7% del mercado de vehículos nuevos; pero el segmento de SUV ha sido el de mayor crecimiento (30%), en dicho período.



La industria automotriz ha sido reactiva en los últimos años frente a cambios en el entorno macroeconómico, o a la introducción de restricciones arancelarias. Los participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden.

Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos se concentran en la provincia de Pichincha, pero se observa una tendencia decreciente:

	2009	2010	2011
Provincia PICHINCHA	42%	40%	39%

Los cambios en el entorno de la industria han llevado a que los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento sean los vehículos más comerciales, el tema del equipamiento incide en la seguridad de los automotores. Ello ha llevado a presionar los precios en casi todos los segmentos. Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica.

En Ecuador habría en promedio 9 vehículos por cada 100 personas, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 15 autos por cada 100 habitantes.