



Ecuador
Emisión Obligaciones

Automotores de la Sierra S.A.

Calificación – Tercer Seguimiento

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

Calificación Actual : Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación

Resumen Financiero

(Miles USD)	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	jun-12
Activos	22,540	26,009	37,119	40,449	35,604	39,312
Ventas	56,746	75,270	82,948	109,151	107,141	53,935
Margen EBITDA (%)	5.54%	5.59%	5.56%	4.31%	4.39%	5.87%
ROA (%) **	9.29%	9.14%	9.31%	8.12%	8.34%	14.54%
Capitalización (%)	13.438	19.070	27.914	30.110	26.545	30.411
Deuda financiera total/FFO (x)	0.82	2.38	3.71	3.84	2.22	1.70

** Anualizados para periodos 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. 3,482,000
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 de
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: 30 de Agosto, 2012

ESTADOS FINANCIEROS A: 30 de Junio de 2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de calificación de BWR, decidió mantener la calificación en AA para la emisión de obligaciones en circulación 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.

La decisión del comité se fundamenta en la capacidad de la empresa para generar flujos operativos suficientes para honrar sus obligaciones, los mismos que serían sustentables en el tiempo, a pesar de que se espera una etapa de menor expansión en la industria.

Se incorpora en las expectativas de generación operativa y por tanto en la calificación, el posicionamiento de la marca y de la empresa en el mercado. Como distribuidor de la marca Chevrolet, ASSA cuenta con el respaldo de GME.

Consideramos que la marca, está menos expuesta que otras en el mercado a los cupos, aranceles y tributos impuestos en las últimas regulaciones. De hecho desde el 2011 pero particularmente en el primer semestre de este año Chevrolet ha recuperado participación, lo que le permite mantener perspectivas futuras más alentadoras que la media de su industria.

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.



Se espera que las ventas y el EBITDA se reduzcan con respecto a 2011, pero que estos sean suficientes para afrontar las necesidades y obligaciones de la empresa. El riesgo de volatilidad del negocio de ASSA se compensa con un endeudamiento bajo que le otorga flexibilidad económica para enfrentar circunstancias menos favorables.

Los niveles actuales de deuda y liquidez de ASSA son consistentes con sus políticas y estrategias. Se espera que las perspectivas mostradas en los indicadores hacia menor endeudamiento en relación con el EBITDA y el Patrimonio Tangible y hacia una liquidez más relajada se cumplan en función de las expectativas de menores necesidades de capital de trabajo, pocas inversiones en CAPEX y la política de dividendos que limita su reparto a un 45% de las utilidades del año anterior.

En todo caso el nivel de endeudamiento de la empresa estará definido por las exigencias del mercado y respaldado por su propia generación.

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

• HECHOS RELEVANTES

- 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.
 - Aranceles para los CKD's que irían entre el 5% y el 18% dependiendo de si es camioneta o automóvil y del cilindraje.
 - Régimen de licencias de importación, dentro de los cupos, lo que demora el proceso.
 - Impuestos "verdes", tanto al cilindraje, como a la edad de los vehículos.
- En junio de 2012, el Comité de Comercio Exterior (Comex) decidió asignar cuotas –en unidades– a los importadores de vehículos y celulares. La "restricción cuantitativa" durará hasta 2014.

▪ 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.

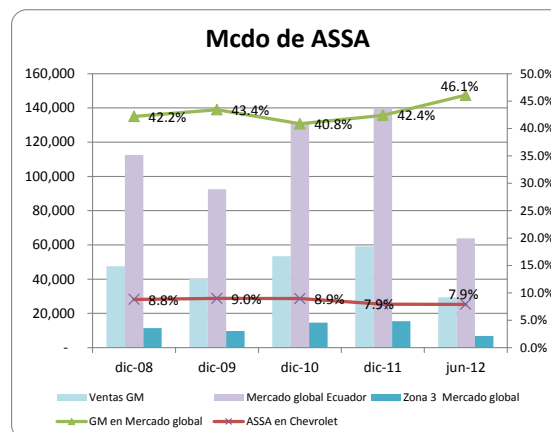
- Desplazamiento de la demanda hacia vehículos de menor cilindraje, prestaciones y precio.
- Para 2012 las perspectivas indican reducción de unidades vendidas en alrededor de 15% anual, básicamente por las restricciones establecidas para la oferta.
- Posibles nuevos incrementos de precios.
- Por el lado de la demanda, el impulso de compra persiste. 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).

ASSA es una empresa madura, con experiencia y bien posicionada en su mercado; su negocio principal es la venta de automóviles nuevos de marca Chevrolet; a partir de éste se han desarrollado negocios complementarios como son: la venta de repuestos, talleres de servicios y la comercialización de vehículos usados. Su proveedor es General Motors del Ecuador (GME), tanto de vehículos importados como ensamblados localmente.



A jun-12, ASSA representa el 34.3% de las ventas de vehículos en la zona 3, con 2.327 unidades nuevas (entre livianos y pesados); esta participación ha disminuido con respecto al 2009, cuando alcanzó un 37.3% de participación en su mercado.

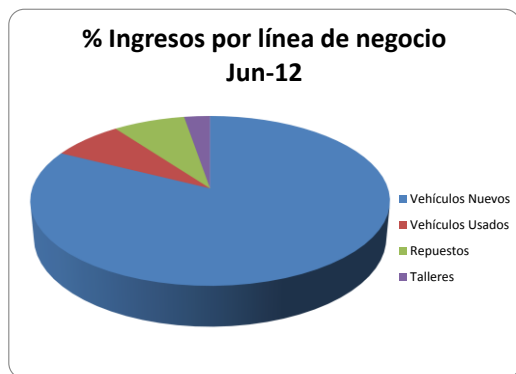
Como consecuencia de lo anterior, el posicionamiento de ASSA dentro de la marca, también se ha reducido de alrededor del 9% al 7.9% y en relación al mercado global (todas las marcas) del 3.9% a 3.6%. Este comportamiento se explica por la decisión de los accionistas de la empresa de crear un nuevo concesionario Chevrolet para la misma zona a partir de



2011. Las dos empresas de los accionistas del grupo compensan la participación en ventas de la marca en la zona 3.

Se considera que el efecto de las restricciones impuestas y por lo tanto la reducción de inventarios GM será menor que la media del mercado automotor debido a que el 80% de los productos son de origen nacional; en cuanto a productos importados, dependiendo del modelo, habría abastecimiento hasta octubre, noviembre o diciembre.

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.



ASSA maneja cuatro líneas de negocios, vehículos comprende: nuevos y usados, y es la de mayor importancia, aportando el 89.9% de los ingresos por ventas. Las líneas de repuestos y talleres de servicio técnico, continúan profundizando su participación de un modo consistente con una participación actual del 10.1%.

Un negocio importante para ASSA es el financiamiento de cartera, ya que alrededor del 13% de sus ventas se realizan con financiamiento propio. Se esperaría que este negocio vaya creciendo en el tiempo representando para la empresa un ingreso cada vez más atractivo.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

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

Empresa	Actividad	V.Libros (USD Miles)	% de participación accionaria
Ecuatrán	Elaboración de transformadores eléctricos	\$ 31,437	2.8%
Plan Automotriz Ecuatoriano S.A. (Chevyplan)	Servicios automotrices	\$ 25,385	2.3%
Otros	Diversas actividades	\$ 50,546	
Total inversiones en acciones		\$ 107,368	

Al 30 junio de 2012.

Es importante anotar que una de las principales inversiones, descritas en la tabla anterior, está relacionada con el mercado automotor y es rentable. 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.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A jun-12, el patrimonio de ASSA suma 20.6MM, donde el 53.3% 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.

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

■ ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

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

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



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 (30%) y plazos máximos (36 meses) seguros, garantías, etc.

ASSA ha adoptado generalmente una posición más bien conservadora en cuanto al manejo operativo y financiero de su negocio. Tradicionalmente, la deuda financiera sobre capitalización no ha superado el 37% pero en el año 2009, asumieron mayor riesgo (el indicador llega al 43%) endeudándose para financiar el crecimiento del negocio, y préstamos a accionistas. Esta relación ha regresado a niveles históricos y se prevé que la tendencia a reducirse se mantenga en vista del entorno menos expansivo esperado.

De acuerdo a las estrategias planteadas en las proyecciones, la Compañía mantendría una postura moderada con tendencia a la baja en cuanto a su endeudamiento en los próximos años, en vista de que no se esperan mayores necesidades de capital de trabajo ni inversiones importantes en CAPEX. Adicionalmente se esperan menores repartos de dividendos que en años anteriores, los mismos que no superarían 45% de los resultados del año anterior.

Actualmente ASSA cuenta con 238 empleados y 8 puntos de venta ("ASO's") ubicados en Ambato (5), Riobamba y Latacunga. La compañía no tiene empleados jubilados o empleados activos con derechos adquiridos de jubilación patronal. De acuerdo con la Ley, la empresa ha constituido la provisión para jubilación patronal basándose en estudios actuariales realizados por un profesional independiente. A la fecha de corte de este informe no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

• PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por PriceWaterhouseCoopers para los años 2008, 2009, 2010 y 2011, no se presentan observaciones. Para los tres últimos periodos fueron auditados bajo normas NIIF. Las cifras no auditadas que se analizan provienen de los estados financieros interinos, bajo normas NIIF, con corte a Junio 2012. Si bien los estados financieros interinos no son auditados estos cuentan con firma de responsabilidad del representante legal de la empresa.

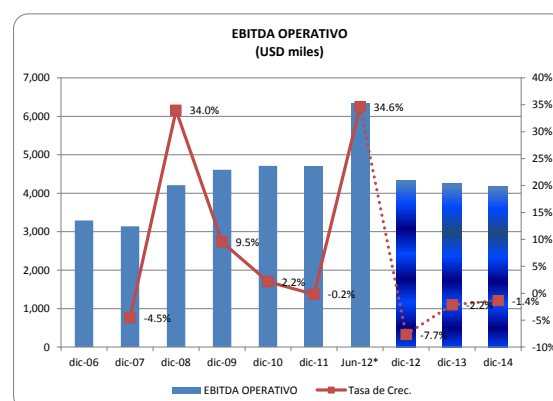
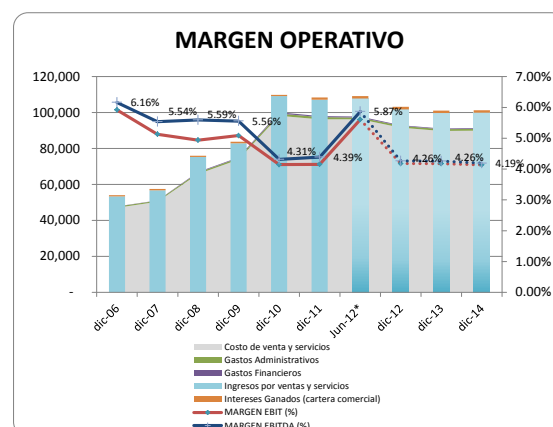
▪ GESTION OPERATIVA

Ingresos por Línea de Negocios	2009 USD	%	2010 USD	%	2011 USD	%	Jun-12 USD	%
Vehículos Nuevos	67,212	90.1%	91,426	91.2%	89,951	84.0%	44,420	82.4%
Vehículos Usados	489	0.7%	507	0.5%	7,086	6.6%	4,004	7.4%
Repuestos	4,909	6.6%	6,011	6.0%	7,450	7.0%	4,022	7.5%
Talleres	1,970	2.6%	2,279	2.3%	2,654	2.5%	1,446	2.7%
Total General	74,580	100%	100,224	100%	107,141	100%	53,882	100%

A jun-12, la comercialización de vehículos nuevos continúa siendo la fuente principal de ingresos, pero las demás líneas relacionadas se han fortalecido en el tiempo. A partir del 2011 creció de manera importante la comercialización de vehículos usados.

Participación en Unidades Vendidas					
Tipo Vehículo	2008	2009	2010	2011	Jun-12
Vehículos Nuevos	87.6%	86.8%	89.2%	91.2%	91.3%
Vehículos Usados	12.4%	13.2%	10.8%	8.8%	8.7%
P.Venta Promedio	16,039	14,912	19,122	20,651	22,909
Margen bruto	12.5%	11.0%	10.0%	10.5%	11.1%

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, de manera que son recurrentes y de buena calidad.



La gestión operativa de ASSA es positiva, con ventas que se mueven en consistencia con el comportamiento de la industria y de la marca en el mercado.

Las ventas de la empresa alcanzaron un máximo histórico 4781 unidades en 2010, se contrajeron 1.7% en 2011 debido a la incidencia del control de cupos establecido por el Gobierno; para 2012 estiman colocar 4000 unidades, que representa una reducción de casi 15% con respecto al 2011. A jun-12 ya vendieron el 58% de las unidades esperadas para fin de año, lo que en USD se traduce en el 50% de las ventas del 2011.



ASSA ha logrado mantener su margen bruto arriba del 10% gracias a su mezcla de productos, una transferencia parcial del incremento de costos al precio de algunos modelos y el apoyo de GM que ha absorbido parte del incremento de costos. Hacia finales de año y en los próximos dos años, este margen podría presionarse pero se mantendría alrededor del 10%.

El EBITDA de ASSA es históricamente positivo pero su crecimiento es volátil por influencia del entorno en el que opera. Si bien el gráfico muestra un crecimiento anualizado importante a junio-12, este no se concretaría hacia fin de año ya que por razones de la industria ya explicadas anteriormente más bien se espera una desaceleración de las ventas en el segundo semestre que concluiría en un EBITDA menor en 7.7%.

Hacia los próximos dos años se esperarían EBITDAs en los mismos niveles que el 2012, o algo menores en función de ventas ligeramente más pequeñas y márgenes presionados. En este caso influirían de manera particular los ingresos por intereses de cartera que ya constituyen un importante 20.6% del EBITDA a la fecha de análisis. Estos ingresos aumentarían en casi 8% hacia finales de año con respecto al 2011 pero no han llegado a representar, ni se espera que representen más del 1.5% de los ingresos operativos de la empresa.

La estructura operativa de la empresa resulta adecuada para su volumen de negocio, 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. Se observa que los gastos de operación se mueven consistentemente en relación a las ventas sin fluctuaciones importantes.

Los gastos financieros no representan un rubro importante en el P&G, y a futuro se esperaría que estos se mantengan por debajo del 1% del ingreso operativo, tal como ha ocurrido históricamente.

INDICES	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	jun-12
ROE	18.93%	21.06%	18.62%	17.15%	27.40%
ROA	9.14%	9.31%	8.12%	8.34%	14.54%
UTILIDAD NETA/VENTAS Y OTROS ING. OPERATIVO	2.92%	3.51%	2.87%	2.92%	4.99%

Consideramos que las expectativas de crecimiento de ASSA para los próximos años es limitada pero que su negocio seguirá siendo rentable con márgenes interesantes para los accionistas, lo cual sustenta las perspectivas de la continuidad del negocio.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

La estructura de activos de ASSA es consistente con la dinámica del negocio, con cuentas por cobrar comerciales, que a jun-12 representan el 34.4% del balance y constituyen el activo más importante; en promedio los últimos 5 años han representado el 34.9% de los activos de la empresa.

El negocio de financiamiento directo ha ganado importancia, especialmente en la primera etapa de

ventas; 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 ju-12, la cartera vendida suma USD 5.9MM, alrededor del 30% con recurso. Bajo normas NIIF, estas cuentas por cobrar están registradas en balance.

La cartera de la empresa es de buena calidad, a la fecha de análisis alrededor del 94.2% de la cartera está vigente (no en mora). La cartera desde tres cuotas vencidas –a partir del día 61- llegó al 1.3%, con una cobertura vía provisiones de 1.22 veces. La cartera que registra el balance incluye interés corriente, de mora. La cartera deja de acumular intereses en P&G a partir del día 16 del vencimiento. ASSA reporta una pérdida histórica inferior al 0.5% de la cartera.

A jun-12 el inventario de ASSA representa el 20.2% del activo bruto total; corresponde fundamentalmente –79%- a vehículos (entre livianos y pesados), le siguen en importancia repuestos –16%-. 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 jun-12 suman USD 1.2MM.

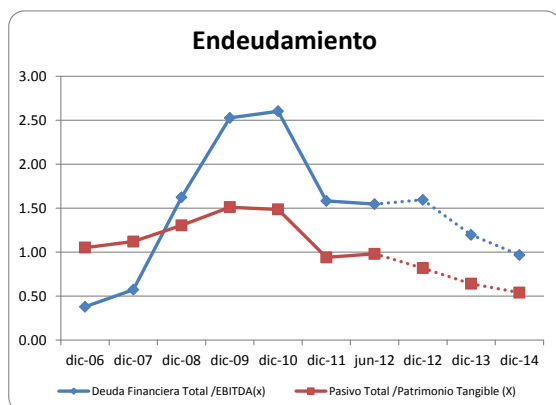
El control del inventario se encuentra centralizado en la Matriz, donde se coordina según el caso, el pedido de los carros nacionales y la importación de los automóviles requeridos a GME. Por el tiempo que involucra el proceso, ASSA requiere un plazo de aproximadamente seis meses para adecuar sus inventarios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

Caja e inversiones, representan aproximadamente el 7.6% 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 jun-12 suman USD 1MM, y representan el 2.7% del balance de ASSA.

El activo fijo es el segundo activo en importancia en el balance, a jun-12 representa el 20.9% del total y corresponde a terrenos, edificios y bienes muebles utilizados para el negocio. Si bien ASSA es una empresa comercial, dispone de una red propia de puntos de venta para la exhibición y venta de automóviles; y centros de servicio.

ENDEUDAMIENTO

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.



Los niveles de endeudamiento de ASSA han sido concordantes con los requerimientos del negocio, de manera que en períodos expansivos alcanzaron sus mayores niveles históricos; a partir de 2011, tras la desaceleración de las ventas, las necesidades de fondeo adicional se redujeron en términos comparativos.

Tradicionalmente, y excepto en períodos de crecimiento importante (2009 y 2010) los requerimientos de capital de trabajo han sido atendidos por la propia generación del negocio generando CFO (flujo de caja operativo) positivo suficiente para cubrir al menos una buena parte de las inversiones en CAPEX y pago de dividendos a los accionistas. Durante el 2009 y 2010, la deuda incrementó también para financiar préstamos y dividendos a los accionistas e inversión en CAPEX.

A dic-11 la empresa generó flujos que le permitieron reducir el monto de su deuda financiera. El primer semestre del 2012 requirió de nueva deuda financiera para cubrir una pequeña parte del requerimiento operativo y el pago de dividendos principalmente. Si bien la generación operativa fue adecuada, se quedó ligeramente corta para cubrir la necesidad inesperada de inventarios y el incremento de las cuentas por cobrar comerciales de largo plazo.

A jun-12, el peso de la deuda financiera en relación al EBITDA se mantiene abajo de 1.6 veces, reflejando consistencia del endeudamiento adicional con el desempeño del negocio. También la posición de endeudamiento frente al patrimonio tangible es moderada. Bajo las perspectivas del negocio no se esperan mayores necesidades de capital de trabajo ni inversiones en CAPEX. Tampoco se prevé pagos de dividendos mayores al 45% de los resultados de los años anteriores por lo que se esperaba que el endeudamiento de la empresa mantenga una tendencia a reducirse tanto en relación al EBITDA como al Patrimonio Tangible.

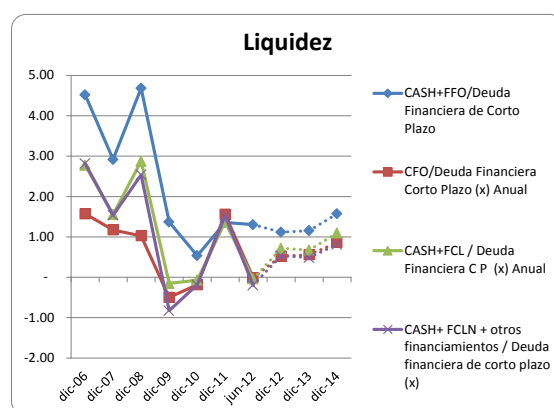
La empresa genera suficientes flujos para cubrir los cargos fijos por la deuda, lo cual le otorga flexibilidad financiera.

ASSA cuenta con tres fuentes principales de fondeo: mercado de valores, bancos y proveedores. A jun-12, el 31.4% del pasivo financiero de la empresa es de largo plazo. En la estructura de fondeo, el aporte del mercado de valores y los proveedores es importante para afrontar cambios bajo períodos más restrictivos.

Principales fuentes de financiamiento	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	jun-12
Bancos	17.9%	45.7%	54.0%	25.1%	40.3%
Mercado de Valores	24.5%	31.9%	16.6%	32.7%	22.3%
Proveedores	57.5%	22.4%	29.4%	42.2%	37.4%

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 jun-12, este financiamiento representa el 90.3% de proveedores.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



El gráfico anterior muestra el comportamiento de la liquidez de ASSA que fluctúa en consistencia con el desempeño expansivo o restrictivo del negocio. Así en el 2009 y 2010 la liquidez de la empresa se presionó por la necesidad de financiar el crecimiento del negocio. En períodos de crecimientos moderados, el FCL (flujo de caja libre) es decir después de cubrir el pago de dividendos e inversiones en CAPEX ha sido suficiente para cubrir la deuda financiera de corto plazo.

Respecto de 2011, durante el primer semestre del 2012, la liquidez de la empresa se presiona, requiriendo contratar deuda financiera adicional, por la necesidad de adquirir oportunamente los inventarios del período, sin embargo para finales de año la liquidez se aflojaría para cubrir alrededor de un 50% de la deuda financiera de corto plazo.

De acuerdo a las estimaciones de ventas de la empresa, sus políticas de inversión y pago de dividendos, se espera que en los próximos la empresa requiera de un refinanciamiento parcial máximo de alrededor de un 50% de su deuda de corto plazo.

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 “perecibles”.

Activos (Junio 2012)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravamen
Caja-Bancos	2,987.97		2,987.97
Cuentas por cobrar Comerciales	13,518.48	796.45	12,722.03
Cuentas por cobrar Otras	1,317.57		1,317.57
Inventarios	7,921.91	3,459.81	4,462.11
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	252.06		252.06
Cuentas por cobrar LP	4,985.44	354.16	4,631.28
Propiedades y Equipo	8,220.97	5,393.52	2,827.46
Inversiones de Largo Plazo	107.37		107.37
Otros Activos			-
TOTAL	39,311.8	10,003.93	29,307.84
MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)*			3,481.74
TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			5,000.00
EMISIONES / ACTIVOS GARANTIA GENERAL			11.9%
Cobertura / regulación (x)			8.42
Cobertura sensibilizada (x)			7.97

* incluída porción corriente

A jun-12, las emisiones en circulación representan el 11.9% de los activos libres de gravamen, lo que representa una cobertura de 8.4 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 jun-12 suman alrededor de USD 1.6MM. Sensibilizando la relación, los activos libres para garantía son USD 27.7MM, lo que deja una cobertura para la emisión en circulación de 8 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	Jun-12
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de la utilidad neta.	90%	90%	43%	61%	38%
2. Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 2.0	1.62	2.53	2.60	1.58	1.55
3. Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2	1.3	1.51	1.49	0.94	0.98

El primer resguardo ASSA cumple en jun-12.

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 jun-12 están en circulación USD 3.472M.

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



ASSA

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	jun-12
RESULTADOS					
Ventas	75,270	82,948	109,151	107,141	53,935
% crecimiento	32.6%	10.2%	31.6%	-1.8%	0.7%
Costos	(65,827.69)	(73,857.50)	(98,216.20)	(96,252.53)	(48,140.73)
% crecimiento	30.7%	12.2%	33.0%	-2.0%	0.0%
MARGEN BRUTO (%)	13%	11%	10%	10%	11%
Otros Ingresos Operativos	722.382	830.028	722.908	1,281.046	652.550
% crecimiento	-1%	15%	-13%	77%	2%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,209	4,610	4,710	4,700	3,164
MARGEN EBITDA (%)	5.6%	5.6%	4.3%	4.4%	5.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,394	4,728	4,710	4,700	3,164
MARGEN EBITDAR (%)	5.8%	5.7%	4.3%	4.4%	5.9%
Cuota leasing del período	185	118	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	491	390	187	250	140
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,718	4,219	4,523	4,450	3,024
MARGEN EBIT (%)	0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-354	-353	-724	-528	-289
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	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)	(826.85)	-
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27.8%	26.2%	20.1%	20.7%	0.0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	2.1%	4.4%	4.8%	7.6%	8.7%
UTILIDAD NETA	2,218.09	2,938.66	3,148.96	3,169.69	2,722.26
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2.9%	3.5%	2.9%	2.9%	5.0%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.9%	21.1%	18.6%	17.1%	27.4%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.1%	9.3%	8.1%	8.3%	14.5%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,561	3,329	3,336	3,420	2,862
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-986	-6,698	-5,321	2,663	-3,151
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,575	-3,370	-1,986	6,083	-289
Inversión en Activos Fijos	-212	-1,529	122	-755	-144
Otras Inversiones, Neto	0	633	-101	142	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,364	-2,266	-1,965	5,470	-433
Variación Neta de Deuda Financiera	2,355	7,750	312	-4,817	2,344
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	-1,200
Otros Financiamientos, Neto	622	-1,465	-574	1,018	128
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	2,556	23	-3,492	-246	839
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)					
EBITDA OPERATIVO	4,209	4,610	4,710	4,700	3,164
(-) Gasto Financiero del período	-354	-353	-724	-528	-289
(-) Impuesto a la renta del período	-855	-1,041	-794	-827	0
(-) 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	3,345	2,875
(-) Variación Capital de Trabajo	-986	-6,698	-5,321	2,663	-3,151
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,014	-3,483	-2,130	6,008	-276
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-71	175	189	303	236
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-369	-61	-45	-228	-248
(-) dividendos, totales pagados a los accionistas en el período	-1,785	-1,996	-1,266	-1,917	-1,200
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-212	-1,529	122	-755	-144
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-421	-6,895	-3,130	3,411	-1,633
(-)Otras Inversiones neto	0	633	-101	142	0
Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Neto	-421	-6,262	-3,230	3,553	-1,633
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	2,355	7,750	312	-4,817	2,344
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	622	-1,465	-574	1,018	128
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	839
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	2,988
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	5,864	5,887	2,395	2,149	2,988
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	-8	0	0	0	0
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	3.95%	3.84%	2.90%	3.09%	5.27%
(-) 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	4,700	3,164
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	5,864	5,887	2,395	2,149	2,988
Activos Totales	26,009	37,119	40,449	35,604	39,312
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1,893	6,639	10,427	4,048	6,704
Pasivo financiero Largo Plazo	2,400	5,303	1,827	3,389	3,076
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	7,436	9,780
Pasivos con Proveedores	5,809	3,449	5,103	5,441	5,845
Otros Pasivos	1,128	5,755	5,236	3,618	3,056
Pasivos Totales	14,074	21,145	22,593	16,495	18,681
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	11,934	15,973	17,856	19,108	20,631
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a	10,795	14,002	15,211	17,556	19,071
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1,138	1,971	2,645	1,553	1,559
Capitalización ****	19,070	27,914	30,110	26,545	30,411
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	10,004
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	1,553	1,559
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	24,722	25,921	27,727	25,912	29,308
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	23,872	24,244	25,375	24,359	27,749
Emisión de Obligaciones en Circulación	2,474	4,905	2,888	4,250	3,482
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	10	5	10	6	8.4
Límite Legal para Emitir Obligaciones	19,777	20,737	22,181	20,729	23,446
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	10	5	9	6	8.0

(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	jun-12
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	11.89	13.04	6.51	8.90	10.95
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.30	8.71	6.67	7.47	10.45
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8.15	10.03	6.51	8.90	10.95
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	9.48	10.10	5.41	7.33	10.95
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	6.69	-8.85	-1.94	12.37	0.04
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	18.76	14.65	5.41	7.33	10.95
CFO/cargos fijos	12.92	-13.79	-1.94	12.37	-3.55
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.62	2.53	2.60	1.58	1.55
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.29	1.28	2.09	1.12	1.07
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2.38	3.71	3.84	2.22	1.70
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	37%	43%	41%	28%	32%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.09%	0.00%	0.00%	1.49%	0.00%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.51	0.56	0.54	0.45	0.52
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.30	1.51	1.49	0.94	0.98
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.30	1.51	1.49	0.94	0.98
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.66	0.85	0.81	0.42	0.51
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	89.99%	90.00%	43.06%	60.89%	37.86%
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	0.69
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.58	0.48	0.31	0.83	0.86
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.79	11.59	18.14	14.74	125.98
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	4.68	1.37	0.54	1.36	1.30
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.03	-0.50	-0.19	1.56	-0.01
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.20	-12.56	-12.10	26.47	-12.10
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.88	-0.15	-0.07	1.37	-0.04
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	6.23	-5.36	-6.21	48.52	-9.96
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,044	6,851	6,191	10,243	10,193
Liquidez Acida (x)	1.31	1.10	0.90	1.45	1.15
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	1.28	1.08	0.89	1.42	1.12
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.35	1.03	1.16	1.37	1.34
Patrimonio / Activo Total (x)	0.46	0.43	0.44	0.54	0.52
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	5	5	6	6
Días de cuentas por cobrar	52	70	66	65	63
Rotación de inventarios (x)	14	14	12	20	12
Días de inventarios	26	27	30	18	30
Rotación de cuentas por pagar (x)	11	21	19	18	16
Días de cuentas por pagar	32	17	19	20	22
Rotación Capital de Trabajo	8	11	16	9	9
Días de Capital de Trabajo	44	33	23	38	38
Días de Ciclo de Operación	-2	-46	-54	-24	-32
Activo corriente / Pasivo corriente	1.73	1.46	1.31	1.83	1.69
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	jun-12
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	3,401	2,828	1,500	750
Vencimientos Otra deuda Financiera	1,007	3,050	7,481	2,433	5,926
Total	1,007	6,451	10,308	3,933	6,676

(x) Índice expresado en número de veces

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretudo la situación económica internacional.

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

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

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrán, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

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

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011 prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.61%
Inc. anual oferta y demanda global% (USD 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.36	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011/ PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/ PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011. actualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

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

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012 PREV USD CORR	2009	2010	2011	2012
		TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEMANAL					

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

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

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA PREVISIÓN DEL BCE	2009	2010	2011	2012 proy.
	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

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

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, 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.

PERSPECTIVAS 2012

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

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

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

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

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

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

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

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

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

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

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

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



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

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

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

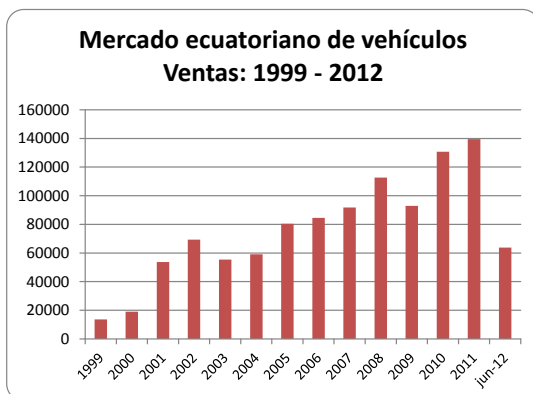
Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL

La industria automotriz es un termómetro del desempeño de la economía en general y un segmento beneficiario de la liquidez de la economía y de la apertura crediticia del sector financiero tras la dolarización. A partir del año 2000 ha mantenido una dinámica positiva, que impacta también en otros segmentos: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz; de acuerdo a la CINAE la cadena productiva de esta industria involucra al menos 14 ramas de actividad económica.

En el último lustro ha liderado 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, y pese a las intervenciones del gobierno central para desacelerar el mercado automotor, la demanda de vehículos persiste.



Fuente AEADE, Proauto y ASSA.

Las medidas arancelarias relacionadas con los CKDs, los cupos establecidos a la importación y el incremento del impuesto a la salida de divisas generan una contracción en las ventas del sector en el 2012, por limitaciones de oferta y por el incremento en precios de los automotores; que a jun-12 llega al -9.7% anual, y se espera una reducción de las ventas en cerca de 28 mil unidades que es equivalente a un 20% menos de lo que se generó en el 2011.³ Expertos del sector anticipan una contracción en ventas de entre el 15% y el 20% para 2012. El 15 de junio de 2012, se implementaron nuevas regulaciones de cupos no sólo en dólares sino también en unidades, restricción que durará hasta el 2014⁴.

En la primera mitad de 2011, el sector estuvo creciendo a un ritmo del 19.2%; sin embargo y como consecuencia

de las medidas arancelarias y cupos de importación, su crecimiento se desaceleró a partir del mes de agosto, cerrando el año con un 5.61% de crecimiento. En 2012, La industria automotriz se encuentra en una situación atípica de mercado, pues pese a la estacionalidad del sector -el mayor volumen de ventas se concentra en el último trimestre de cada año-, se proyecta escasez de vehículos importados en la mayoría de marcas desde agosto.

La industria automotriz ecuatoriana está constituida por tres ensambladoras de vehículos para las marcas Chevrolet, Kia y Mazda; el mercado automotor se complementa con importadores de las marcas restantes. Los vehículos con componentes locales están menos expuestos que otras marcas frente a las medidas adoptadas. No obstante, el aumento del costo derivado de los aranceles aplicados a los CKDs si tendrá un impacto en la oferta de vehículos cuyo precio podría incrementarse en el corto plazo. Se prevé que la variación del costo será trasladada parcialmente al consumidor final.

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. Los vehículos ensamblados en el Ecuador tienen alrededor de un 14% de componentes nacionales. Los cupos de importación y aranceles establecidos a los CKD's pretenden que el porcentaje de material originario ecuatoriano aumente a un 20% a fin de impulsar a las 60 empresas de autopartes que hay en el país⁵.

Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica. Cabe indicar sin embargo que el motor de crecimiento de la industria automotriz continúa siendo el segmento de vehículos particulares (automóviles), que concentra a jun-12 el 46.4% de las ventas del sector.

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 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.

La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importado), lo que ha fortalecido la red de servicios postventa. La tendencia entre concesionarios es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente.

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

³ Diario El Universo, "Carros empiezan a subir de precio por las restricciones", Julio 4, 2012.

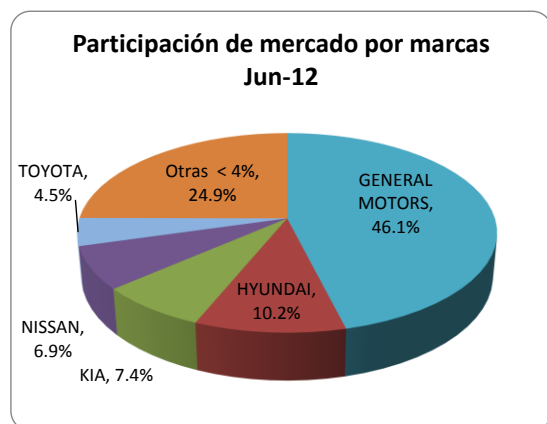
⁴ Diario El Universo, "Comex impone cupos para importar carros y celulares", Junio 16, 2012.

⁵ Ministerio de Industrias, Buró de análisis "El sector automotriz planifica los pedidos hasta con año y medio de anticipación", Septiembre 19, 2011.



participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden.

Actualmente se observa una restricción de oferta en determinados modelos de gama alta, pues algunas marcas optaron inicialmente por importar vehículos con menores accesorios y complementos, a fin de que el impacto arancelario y tributario en el precio final de los automotores sea menor. La demanda que al ser sensible al precio se ha volcado hacia el consumo de los modelos más pequeños y de menor equipamiento.



Por marcas, el mercado ecuatoriano está concentrado; GM continúa siendo la marca dominante, sin embargo, marcas emergentes han tenido mayor crecimiento en los últimos años. La posición dominante de GM ha constituido un escudo para la marca, frente al sistema de cupos de importación; a jul-12 obtiene ya una mayor parte del pastel, la mayor participación de mercado en el último lustro.

Geográficamente, la provincia de Pichincha continúa concentrando la mayor parte de la unidades nuevas, con el 42.1% del mercado a jun-12; le sigue en importancia Guayas con el 28.6% del mercado.

En Ecuador en promedio hay 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.