

Ecuador
Emisión Obligaciones**Automotores de la Sierra S.A.****Calificación – Cuarto Seguimiento**

Tipo Instrumento	Calif.	Calif.	Último
	Actual	Anterior	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	2,012
Activos	22,540	26,009	37,119	40,449	35,604	46,312
Ventas	56,746	75,270	82,948	109,151	107,141	112,832
Margen EBITDA (%)	5.54%	5.59%	5.56%	4.31%	4.39%	4.66%
ROA (%) **	9.29%	9.14%	9.31%	8.12%	8.34%	8.11%
Capitalización (%)	13,438	19,070	27,914	30,110	26,545	35,953
Deuda financiera total/FFO (x)	0.82	2.38	3.71	3.84	2.22	4.16

** 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. 2.750.000
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 Ca. 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-sur 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: 22/febrero/2013**ESTADOS FINANCIEROS A: 31/diciembre/2012**

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 impositivos tributarios que afecten al instrumento calificado.

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 y en la empresa.

ASSA como concesionario automotriz opera en un mercado fuertemente regulado; sin embargo, como distribuidor de la marca Chevrolet cuenta con el respaldo de GME. En Ecuador, dicha marca se ha visto beneficiada por el sistema de cupos y aranceles, y a 2012 recupera participación de mercado.

Frente al desempeño de otras marcas, las ventas de Chevrolet han sido mayores que las esperadas. OBB, ensambladora local de la marca Chevrolet, es la mayor ensambladora ecuatoriana, lo que constituye una ventaja comparativa tanto por aranceles, como por la política de descuentos que es capaz de aplicar. Esto explica que ASSA haya alcanzado ventas y resultados mayores a los esperados en el año 2012.

Consideramos que tanto la marca como sus concesionarios están menos expuestos a los cambios que pudieran darse en el entorno operativo.

A pesar de que las expectativas de ventas y EBITDA para los próximos años, se reducen frente a lo obtenido durante el 2011 y 2012, se esperan buenos resultados. La decisión del comité incorpora la confianza de que los resultados que se obtengan, junto con la reducción de la deuda financiera, en relación a las políticas establecidas,



permitirán reducir los indicadores de endeudamiento a niveles más adecuados para mantener la flexibilidad financiera de la empresa, frente a los riesgos de volatilidad del negocio. En el mismo sentido se espera que la liquidez se recupere a los niveles históricos observados.

El riesgo de refinanciamiento está mitigado por la capacidad financiera de los accionistas y su voluntad de respaldar la deuda de la empresa con garantías de ser el caso.

• HECHOS RELEVANTES¹

Entorno Operativo:

- Incremento arancelario del 5% para vehículos de hasta 1900 cc (Dic. 2010).
- Reforma al registro de importadores: se incluyen sub partidas de vehículos desarmados (CKDs) (Mar.2011).
- El Comité de Comercio Exterior (COMEX) mediante resolución No. 17 y No. 18 (Agos.2011) establece la emisión de licencias para la importación de vehículos y sus partes. El objetivo de esta medida apunta a reducir en un 20% la importación de vehículos y en un 5% la importación de partes para el ensamblaje (CKDs).
- Impuestos a CKDs que van desde el 10% al 18% en automóviles y del 5% al 9% en camionetas (Sep.2011).
- El COMEX realizó hasta el mes de Octubre de 2011 nuevas reformas a la Ley, las mismas que se incorporaron en las resoluciones No. 24 y No. 30. El propósito de este nuevo dictamen fue reducir el número de partidas que requieren licencias para importar. En el caso del sector automotor la medida se mantuvo dado que es el que concentra el mayor volumen de importaciones.
- De acuerdo a la resolución No.24 y No. 66, las personas naturales o jurídicas que importen CKDs o vehículos destinados a transporte público que pertenezca al Programa de Renovación del Parque Automotor "RENOVA", instituciones del Estado, diplomáticos o personas discapacitadas estarán exentos de solicitar licencias de importación.
- El Impuesto a la salida de divisas (ISD) pasa del 2% al 5% (Nov.11), influyendo en el precio final de los automotores y propiciando a su vez incrementos en el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE).
- Se establece el impuesto ambiental o impuesto verde en función del cilindraje y año de fabricación de cada vehículo (Dic.2011).

- El 21 de Junio del 2012 se aprobó la Ley Orgánica para la regulación de créditos para vivienda y vehículos. De acuerdo a esta nueva Ley, aquellas operaciones de crédito que sean declaradas de plazo vencido deberán ser cobradas y extinguirse únicamente mediante el valor del bien dado en garantía.
- Mediante resolución No. 65 y No. 66 (Junio 2012), el COMEX establece cupos de importación no sólo en dólares como estaba previsto, sino también en *unidades* tanto para vehículos importados como para CKDs. Estos parámetros deberán ser respetados para poder nacionalizar las mercancías.
- Se aplicará un arancel escalonado a las importaciones de CKDs de automóviles y camionetas de acuerdo a su cilindraje. En principio los CKDs pagarán el 100% de arancel, porcentaje que podrá disminuir en la medida en que la participación de producto ecuatoriano incorporado al bien ensamblado sea mayor. No obstante, y de acuerdo a estas nuevas reformas a la Ley, todas las importaciones de CKDs deberán pagar un arancel mínimo, independientemente del porcentaje del producto ecuatoriano incorporado.
- El COMEX pretende implementar un mecanismo que permita monitorear a los ensambladores de vehículos a fin de que se les aumente la tarifa arancelaria cuando no incrementen el porcentaje de producto ecuatoriano dentro de un período determinado. Mientras se desarrolla esta metodología, todas las importaciones de CKDs deberán pagar el arancel mínimo.
- Las resoluciones aprobadas en Junio del 2012 establecen una vigencia de las medidas arancelarias hasta el 31 de diciembre del 2014.
- En Agosto del 2012 se autoriza el uso de licencias de importación aprobadas por el Mipro que no fueron consumidas en su totalidad y que estaban vigentes a la fecha de Resolución No. 66 del COMEX. En este mismo mes se permite la nacionalización de carros de empresas sujetas a la restricción cuantitativa, enlistadas por el COMEX.

ASSA

- Para el análisis de este período la empresa corrigió la información estadística presentada históricamente. Esta corrección se relaciona al volumen del mercado de la zona centro-sur del país, llamada Zona 3, el cual es mayor al que habíamos considerado. Esto reduce significativamente la participación real de ASSA en su nicho de mercado, frente a lo que se había venido estimando. Sin embargo consideramos que la empresa mantiene una buena posición especialmente dentro de la marca que vende.

• ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 1.

• RIESGO DE LA INDUSTRIA

Los riesgos más importantes que amenazan el sector automotor son:

¹ Fuente:

Diario EL Hoy; "El sector automotriz ecuatoriano contrae sus ventas en 20% este año"; Noviembre 21, 2012; <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/el-sector-automotriz-ecuadoriano-contrae-sus-ventas-en-20-este-ano-567094.html>
COMEX; www.comercioexterior.com.ec



- 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.
- Restricciones establecidas para la oferta de vehículos.
- Potenciales 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

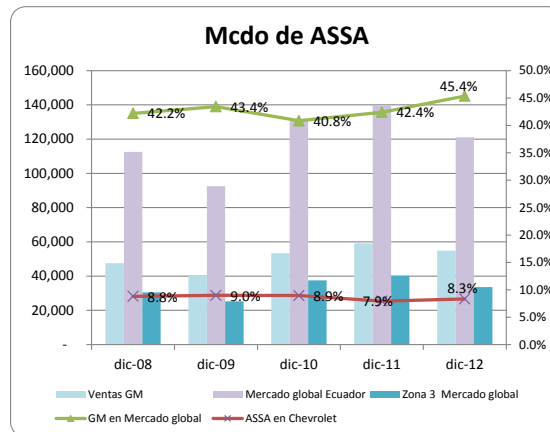
PERFIL DE LA COMPAÑÍA

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, en la zona centro-sur del país (provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo).

Una de las fortalezas de ASSA es la marca que distribuye. Chevrolet como marca mantiene una posición de líder de mercado, la misma que se ha visto reforzada tras las medidas gubernamentales de los últimos años. Existen actualmente varias marcas emergentes que han mostrado un comportamiento dinámico, afectando a competidores menores. En el mediano plazo, Chevrolet no ve amenazada su posición de mercado.

Como proveedor de la marca dominante, ASSA obtiene una ventaja competitiva y adicionalmente se beneficia de la publicidad, conocimiento y experticia que dicha asociación conlleva. Al tratarse de una empresa madura, con experiencia y conocimiento de su mercado, se espera que a futuro mantenga su posición de mercado.

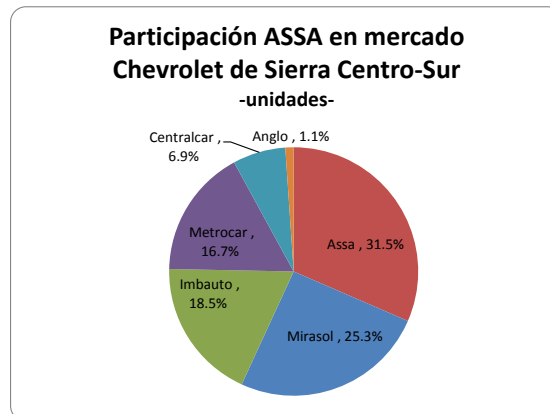
El negocio principal de la compañía es la venta de vehículos nuevos (livianos y pesados) de marca Chevrolet, a partir de este se han desarrollado negocios complementarios como son: la venta de repuestos, talleres de servicios y la comercialización de vehículos usados. El proveedor principal de la compañía es General Motors del Ecuador (GME), tanto de vehículos importados como ensamblados localmente.



ASSA en 2012 colocó 4,581 unidades nuevas (entre livianos y pesados), las que representan el 3.8% de las ventas del mercado ecuatoriano y el 8.3% de las ventas de la marca Chevrolet en ese año.

A la fecha de análisis, en la Zona 3 se colocaron 33.578 unidades de todas las marcas, contrayéndose en 16% frente a las unidades vendidas en 2011. La participación de ASSA, en las ventas de la Zona 3, en el año 2012 fue de 13.6%; mientras que la participación de ASSA en las ventas de la marca Chevrolet en la Zona 3 fue de 31% en el mismo período.

ASSA mantiene una posición sólida en el mercado y dentro de la marca Chevrolet; tiene 5 competidores, uno de los cuales es Centralcar que pertenece al mismo grupo de accionistas de ASSA.



El efecto de las restricciones impuestas en la reducción de inventarios para la marca Chevrolet será menor que para el resto de marcas ya que el 80% de los productos son de origen nacional; en cuanto a productos importados, dependiendo del modelo el abastecimiento está sujeto al sistema de cupos.

ASSA se beneficia del apoyo en la gestión y en el manejo de mercado que le ofrece General Motors. También aprovecha de los sistemas de información y control de su proveedor.



ASSA maneja cuatro líneas de ventas las cuales se muestran en el gráfico anterior. La línea de vehículos nuevos es la de mayor importancia. El 90.1% de los ingresos por ventas proviene de la venta de vehículos. Las líneas de repuestos y talleres de servicio técnico, continúan profundizando su participación de un modo consistente.

Un negocio adicional para ASSA es el financiamiento de cartera; el ingreso por este concepto ha sido importante para la empresa: en relación al EBITDA el ingreso por este concepto, representó en promedio de los 5 años anteriores al 2011, el 18% (máximo 22%, mínimo 15%). Durante los últimos dos años este negocio representó el 27% y el 29% del EBITDA respectivamente, situación que se generó por las circunstancias especiales del mercado y el cambio en el modelo de financiamiento de los bancos, lo cual propició el financiamiento propio especialmente de vehículos pesados. De acuerdo a las políticas establecidas se esperaba que este ingreso no sobrepase el 17% del EBITDA en los próximos dos años.

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%
Softsierra	Desarrollo de software	\$ 204,408	51.0%
Otros	Diversas actividades	\$ 50,138	
Total inversiones en acciones		\$ 311,368	

Al 31 de diciembre de 2012.

La inversión que ASSA mantiene en otras empresas es marginal, no llega a sumar el 1% de los activos totales.

Los accionistas de ASSA poseen otros negocios, los mismos que no representan una fortaleza para ASSA como tal. En los años 2009 y 2010, ASSA transfirió fondos a sus relacionadas, los mismos que en parte fueron cobrados. El saldo por cobrar a relacionadas es USD1.352M, de los cuales USD845M se mantiene como aportes para futuras capitalizaciones en Puntosierra. De

acuerdo a las proyecciones no se esperan transferencias de fondos adicionales a las relacionadas.

Entre las empresas relacionadas por accionistas están: Inmobiliaria de la Sierra – Puntosierra S.A, Llantasierra S.A y CentrollantaS.A., estas últimas tienen varios locales de venta de neumáticos. Adicionalmente mantienen acciones en otras empresas que distribuyen la misma marca Chévrolet en otras regiones del país y en otras que distribuyen marcas distintas. Durante el 2012, ASSA al igual que otros distribuidores Chevrolet invirtió en una empresa intermediaria de seguros un monto pequeño en relación a la operación.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

El patrimonio de ASSA suma 21MM, el 51.8% corresponde a capital social. La estructura accionarial de ASSA refleja su origen familiar, la empresa tiene 41 socios accionistas individuales, clasificables de la siguiente forma:

Accionistas	Participación
Pertencientes a familia Sevilla	62.5%
Pertencientes a familia Cabeza de Vaca	26.5%
FAAUTO S.A.	4.8%
Sixto Gonzalo Callejas Chiriboga	4.6%
Otros accionistas con participación menor al 4.5%	1.6%

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 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 independiente².

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 negocio está liderada por un gerente. Se han establecido centros de costos que permiten manejar una política estricta de control de presupuestos.

El presupuesto anual de inversión se realiza con la asesoría de General Motors en relación a las perspectivas de ventas y a las circunstancias del mercado. Para la planificación de Recursos Humanos la empresa contrató

² Dicho cargo desde el inicio de la compañía fue ocupado por un miembro de la familia de los accionistas mayoritarios.



asesoría externa, y mantiene un enfoque permanente en el desarrollo del personal.

En cuanto 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 la cartera propia, ASSA cuenta con procesos implementados para su originación y cobranza, lo cual le permite tomar decisiones rápidas, eficientes y con bajo riesgo. También cuenta con políticas en cuanto a cuotas de entrada y plazos máximos, seguros, garantías, etc. Las políticas actuales se han endurecido con respecto a años anteriores, fijando la cuota de entrada mínima en 30% y el plazo máximo en 36 meses.

Históricamente la empresa ha mantenido una política conservadora de capitalización bajo la cual solamente alrededor del 14% de ella (capitalización) provenía de deuda financiera. El importante crecimiento del negocio entre el año 2008 y 2010, exigió un capital de trabajo más abultado, el mismo que fue financiado con deuda financiera, aumentando la relación deuda financiera/capitalización a sobre el 40%. Una vez terminada la etapa de expansión en el 2011, los niveles de deuda financiera sobre capitalización se redujeron pero no a los niveles anteriores al 2008. En el 2012, a pesar de que las ventas crecieron solamente en 5%, este indicador se ubicó nuevamente sobre el 40%. Se financió en el año una mayor porción de las ventas; la cartera propia en el 2012 fue del 22% de las ventas, cuando históricamente esta proporción fue de entre el 7% y el 14%.

El desempeño del indicador analizado en el párrafo anterior en el año 2012, obedeció a circunstancias coyunturales explicadas anteriormente (bajo PERFIL DE LA COMPAÑÍA). De acuerdo a las políticas y a los controles implementados se esperaba que la cartera propia no sobrepase el 15% de las ventas. La administración está empeñada en conseguir líneas de financiamiento sin recurso de la empresa, para reducir sus obligaciones financieras y mantener el nivel de ventas.

No se observa una política estable de distribución de dividendos. El reparto desde el 2008 ha fluctuado entre el 90% de la utilidad neta del año anterior en el 2008 y 2009, hasta el 38% en el 2012. Existe un resguardo mientras se mantenga la emisión en el mercado, el cual limita el reparto de dividendos al 50% de la utilidad neta generada el año anterior; se ha cumplido en el 2012 y se espera que se cumpla en el 2013.

ASSA cuenta con 250 empleados y 8 puntos de venta (“ASO’s”) ubicados en Ambato (6, incluido un taller móvil), Riobamba (1) y Latacunga(1). La compañía si tiene empleados con derecho a 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

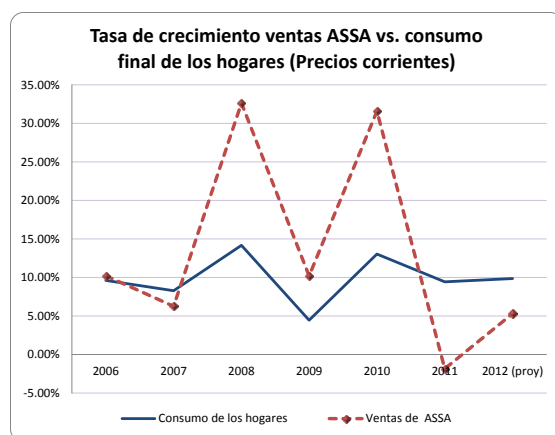
Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros auditados por PriceWaterhouseCoopers para los años 2008, 2009, 2010 y 2011, no se presentan observaciones. Los tres últimos periodos se presentan bajo normas NIIF. Las cifras no auditadas que se analizan provienen de los estados financieros interinos, bajo normas NIIF, con corte a Diciembre de 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	%	Dic-12 USD	%
Vehículos Nuevos	67,212	90.1%	91,426	91.2%	89,951	84.0%	93,573	82.9%
Vehículos Usados	489	0.7%	507	0.5%	7,086	6.6%	8,107	7.2%
Repuestos	4,909	6.6%	6,011	6.0%	7,450	7.0%	8,816	7.8%
Talleres	1,970	2.6%	2,279	2.3%	2,654	2.5%	2,335	2.1%
Total General	74,580	100%	100,224	100%	107,141	100%	112,832	100%

La comercialización de vehículos nuevos es para ASSA su fuente principal de ingresos; sin embargo, las restantes líneas de negocios se han fortalecido, especialmente en lo que se refiere a la comercialización de vehículos usados.

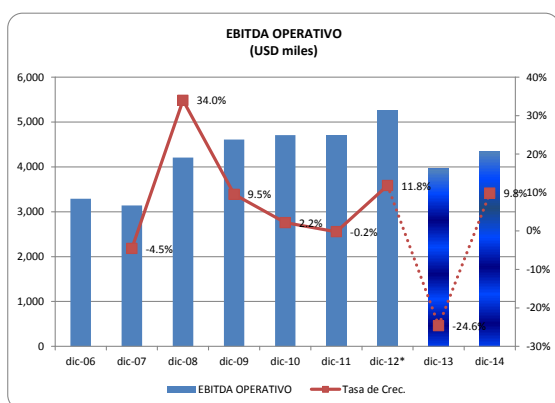
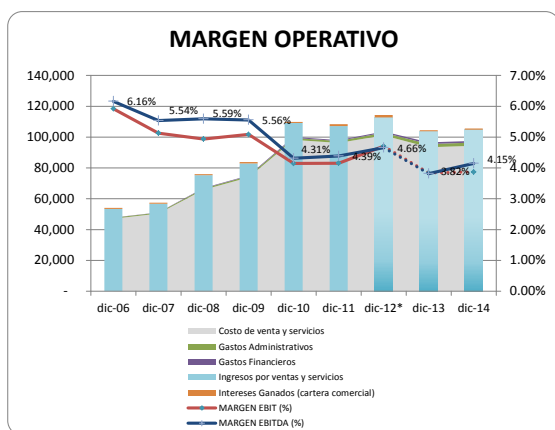
A dic-12, la comercialización de vehículos genera alrededor del 90% de los ingresos de la compañía. La mezcla de productos y el apoyo del proveedor han dado lugar a un margen bruto estable, pese a las constantes intervenciones gubernamentales en el mercado automotor de los últimos años. El acceso a crédito continúa siendo un elemento de decisión importante en el mercado automotor.



GM mantiene una amplia gama de vehículos, destinados a distintos segmentos, la mayoría sensibles al nivel de precios. En 2012 la marca amplió su cartera de productos hacia productos más económicos, y en el primer semestre del año aprovechando que la cuota de importación fue fijada solo en términos monetarios, importó mayor número de unidades.

Participación en Unidades Vendidas					
Tipo Vehículo	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Vehículos Nuevos	87.6%	86.8%	89.2%	91.2%	91.8%
Vehículos Usados	12.4%	13.2%	10.8%	8.8%	8.2%
P.Venta Promedio	16,039	14,912	19,122	20,651	17,641
Margen bruto	12.5%	11.0%	10.0%	10.2%	10.4%

Durante 2012, la demanda se mantuvo y absorbió cambios de precios y menor equipamiento de los vehículos; explicando que las ventas del año hayan superado las expectativas. Frente a dic-11, las ventas crecieron en 5.31% dejando un margen bruto ligeramente superior al del 2011.



La gestión operativa de ASSA es positiva; consistente con el comportamiento de la industria y de la marca en el mercado. En términos monetarios para 2013, las proyecciones de la compañía prevén una contracción del 5% en las ventas; no obstante, la empresa ha sido tradicionalmente conservadora en sus estimaciones. En el año 2012, las ventas de la empresa fueron de 4.581 unidades nuevas, y para 2013 y 2014 esperan mantenerse arriba de 4.300 por año.

Tradicionalmente ASSA genera EBITDA positivo pero su tasa de crecimiento es volátil y relacionada al desempeño de las ventas. También influyen en el comportamiento del EBITDA los ingresos por intereses de financiamiento de cartera los cuales en los años 2011 y 2012, cobraron especial importancia. El EBITDA que en el 2012, creció en 12% con relación al año anterior, fue menor que el proyectado debido a que los ingresos

por intereses sobre el financiamiento de cartera fueron menores que los programados.

Presiona al resultado operativo el mayor nivel de gasto de operación incurrido en el último trimestre del año; el incremento del gasto en el tercer trimestre del 2012, se explica porque se adelantaron gastos que estaban planificados para el próximo año, relacionados principalmente a los siguientes rubros: adecuaciones para el cambio de imagen de agencias, mejoras en talleres, gastos publicitarios y comisiones por ventas; al tratarse de gastos puntuales y no recurrentes, a futuro el peso de la estructura operativa volvería a situarse alrededor del 7%.

La flexibilidad de la estructura operativa de ASSA es una fortaleza; parte de la remuneración del personal varía en relación a las ventas, lo que explica que la relación entre gastos e ingresos operativos sea consistente y no se observen fluctuaciones importantes.

El gasto financiero de la empresa no representa una carga pesada en relación a la generación, por lo que en este sentido goza también de flexibilidad financiera.

Para los próximos dos años esperamos que la gestión operativa de ASSA siga siendo buena, pero que los resultados se reduzcan en relación los del 2011 y 2012 en un escenario de menores ventas para el 2013, y un pequeño crecimiento para el 2014 y menores ingresos por intereses de cartera; la empresa espera reducir la cartera propia según sus estrategias y políticas y por lo tanto estos ingresos se reducirían.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

El balance de ASSA es consistente con la dinámica del negocio; el principal activo de la empresa corresponde a cuentas por cobrar comerciales (55.8%), le siguen en importancia: propiedades (18%) e inventarios (14.7%).

En los últimos períodos, el negocio de financiamiento directo ha ganado importancia, especialmente en la primera etapa de ventas; aproximadamente el 96.8% de la cartera de clientes de ASSA a dic-12 fue colocada a crédito. Dichas operaciones se manejan de acuerdo a las características del cliente, bajo opciones como: crédito directo de ASSA o financiamiento de instituciones financieras.

Para recuperar liquidez, la compañía se fondea a través de la venta de cartera a distintas instituciones financieras. Desde el año 2007, ASSA realiza ventas de cartera “con responsabilidad”. Bajo este mecanismo la empresa continúa realizando las funciones de administración y recuperación de cartera y mantiene la responsabilidad sobre el riesgo de crédito de los clientes.

La cartera de la empresa es de buena calidad, a la fecha de análisis alrededor del 95% de la cartera está vigente.



La cartera desde tres cuotas vencidas³ se mantuvo por debajo del 2%, con una cobertura con provisiones de 1.2 veces. La cartera que registra el balance incluye interés corriente y de mora. El P&G acumula intereses desde el primer día hasta el pago de la deuda. ASSA reporta una pérdida histórica inferior al 0.5% de la cartera.

El inventario de ASSA corresponde fundamentalmente (75%) a vehículos (entre livianos y pesados). En esta cuenta se contabiliza también el inventario de vehículos usados, unidades que se reciben como parte de la cuota de entrada en la venta de vehículos nuevos y cuya venta es intermediada por ASSA; a dic-12, los usados suman USD 1.6MM.

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.

La reserva de liquidez de la compañía corresponde a caja e inversiones, que representan aproximadamente el 7.7% de los activos totales de la empresa. Hacen parte del activo corriente cuentas por cobrar con compañías relacionadas por accionariado, a dic-12 suman USD 1.3MM (2.9% del activo total).

Entre los activos de largo plazo, las propiedades predominan, dicho rubro 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 y de centros de servicio.

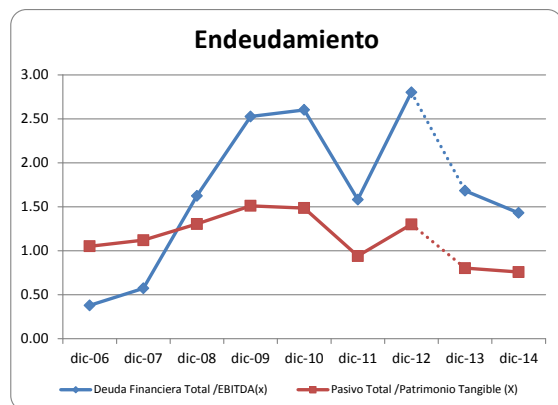
en las políticas de crédito del sistema financiero que fomentó el crecimiento de la cartera propia de la empresa.

Los indicadores de endeudamiento a la fecha de análisis están por encima de sus históricos; esperamos que durante este año se vayan reduciendo a niveles más adecuados en vista de las políticas establecidas en cuanto al financiamiento de cartera propia. Conocemos que se están realizando gestiones en el sistema financiero para ajustar la deuda a los niveles históricos. Adicionalmente, según las expectativas de ventas para el próximo año se requerirán menores niveles de capital de trabajo; tampoco se prevén importantes inversiones en CAPEX y los dividendos a accionistas se cubrirían con fondos generados por la gestión.

ASSA cuenta con tres fuentes principales de fondeo: bancos, proveedores y mercado de valores. A dic-12, el 43.6% 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.

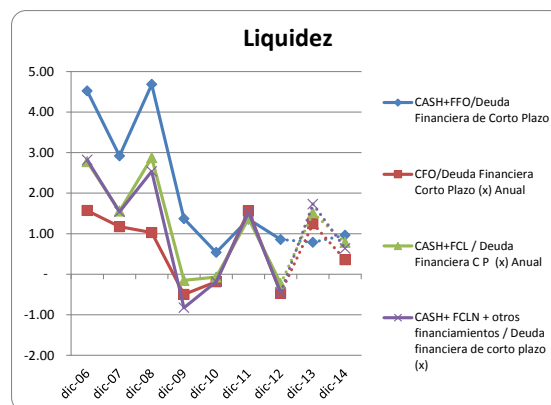
Las compras de vehículos a General Motors que realiza ASSA son financiadas en un 100% por GME, a través de Fiducia, con un convenio de cobro por medio de Produbanco. Dicha línea de crédito no tiene costo durante los primeros 30 días, actualmente el cupo aprobado es de USD 6850M para vehículos livianos y pesados.

ENDEUDAMIENTO



Durante el 2012, la empresa incrementó su endeudamiento en USD7.3M, básicamente para financiar el crecimiento de la cartera de crédito, para aprovechar la demanda del último trimestre del año principalmente. Esto obedeció a un cambio

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUEDEZ



En 2012, los requerimientos de capital de trabajo no son cubiertos por la propia generación del negocio por las razones explicadas anteriormente; el CFO (flujo de caja operativo) es negativo en USD3.9M; se requiere adicionalmente de fondeo para cubrir el pago de dividendos a accionistas por USD1.2MM y algunos egresos no operativos.

Históricamente la empresa ha sido generadora de flujos operativos positivos, excepto en ciclos de expansión del negocio que presionan las necesidades de capital de trabajo. En el 2012, el requerimiento de capital de trabajo se aumenta no por una importante expansión sino más bien por la necesidad de otorgar crédito directo.

³ A partir del día 61.

De acuerdo a las políticas establecidas y a los escenarios de ventas planteados se esperaba que la liquidez de la empresa se recupere durante este año, y que las necesidades de refinanciamiento sean de máximo el 30% de la 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 (Diciembre 2012)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravámen
Caja-Bancos	3,565.90		3,565.90
Cuentas por cobrar Comerciales	14,966.82	1,438.08	13,528.74
Cuentas por cobrar Otras	268.47		268.47
Inventarios	6,809.48	2,499.15	4,310.34
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	0.00		0.00
Cuentas por cobrar LP	10,863.25	8,736.15	2,127.10
Propiedades y Equipo	8,174.42	5,375.97	2,798.45
Inversiones de Largo Plazo	311.37		311.37
Otros Activos	1,351.94		1,351.94
TOTAL	46,311.6	18,049.34	28,262.30
MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)*			2,766.62
TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			5,000.00
EMISIONES / ACTIVOS GARANTÍA GENERAL			9.8%
Cobertura / regulación (x)			13.26
Cobertura sensibilizada (x)			12.55

* incluida porción corriente

Las emisiones en circulación representan el 9.8% de los activos libres de gravámen, lo que representa una cobertura de 13.26 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 suman USD 1.9MM. Sensibilizando la relación, los activos libres para garantía suman USD 34MM; una cobertura ajustada para la emisión en circulación de 12.6 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	31/dic/08	31/dic/09	31/dic/10	31/dic/11	dic-12	dic-13	dic-14
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de la utilidad neta.	90%	90%	43%	61%	38%	50%	34%
2. Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 2.0	2	3	2.60	1.58	2.80	1.23	1.09
3. Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2	1	2	1.49	0.94	1.30	0.78	0.67

El primer resguardo, ASSA lo cumplió en 2012.

El segundo resguardo, históricamente ha sido un indicador volátil y dependiente de los requerimientos de capital de trabajo (ciclo del negocio). Debe considerarse que para el cálculo de este indicador en nuestro cálculo incluimos el financiamiento de cartera cuya responsabilidad retiene la empresa, y bajo este cálculo en este período se incumple. Si no se tomaría en cuenta este pasivo, el resguardo se cumpliría.

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; al cierre de 2012, ASSA tenía en circulación USD 2.750M.

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

ASSA

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-12	dic-13	dic-14
RESULTADOS								
Ventas	75,270	82,948	109,151	107,141	112,832	109,284	103,820	104,858
% crecimiento	32.6%	10.2%	31.6%	-1.8%	5.3%	2.0%	-5.0%	1.0%
Costos	(65,827.69)	(73,857.50)	(98,216.20)	(96,252.53)	(101,108.68)	(98,355.87)	(93,438.08)	(94,372.46)
% crecimiento	30.7%	12.2%	33.0%	-2.0%	5.0%	2.2%	-5.0%	1.0%
MARGEN BRUTO (%)	13%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Otros Ingresos Operativos	722	830	723	1,281	1,780	2,339	2,417	2,346
% crecimiento	-1%	15%	-13%	77%	39%	83%	3%	-3%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,209	4,610	4,710	4,700	5,256	5,616	5,400	5,684
MARGEN EBITDA (%)	5.6%	5.6%	4.3%	4.4%	4.7%	5.1%	5.2%	5.4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,394	4,728	4,710	4,700	5,256	5,616	5,400	5,684
MARGEN EBITDAR (%)	5.8%	5.7%	4.3%	4.4%	4.7%	5.1%	5.2%	5.4%
Cuota leasing del período	185	118	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	491	390	187	250	-56	83	-22	291
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,718	4,219	4,523	4,450	5,311	5,533	5,422	5,393
MARGEN EBIT (%)	0	0	0	0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-354	-353	-724	-528	-761	-1,105	-1,094	-1,083
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros no l	11%	4%	6%	5%	6%	12%	16%	17%
Impuestos a la renta	(855.11)	(1,041.01)	(794.24)	(826.85)	(950.89)	(1,248.60)	(1,172.29)	(1,168.33)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27.8%	26.2%	20.1%	20.7%	22.3%	28.2%	27.1%	27.1%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	2.1%	4.4%	4.8%	7.6%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
UTILIDAD NETA	2,218.09	2,938.66	3,148.96	3,169.69	3,319.92	3,180.09	3,156.30	3,142.25
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2.9%	3.5%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	3.0%	2.9%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.9%	21.1%	18.6%	17.1%	16.5%	15.8%	14.3%	13.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.1%	9.3%	8.1%	8.3%	8.1%	8.5%	8.0%	7.7%
FLUJO DE CAJA								
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,561	3,329	3,336	3,420	3,264	3,532	3,244	3,434
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-986	-6,698	-5,321	2,663	-7,490	-2,330	6,933	-496
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,575	-3,370	-1,986	6,083	-4,226	1,202	10,178	2,937
Inversión en Activos Fijos	-212	-1,529	122	-755	-67	-117	-44	-41
Otras Inversiones, Neto	0	633	-101	142	-204	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no	1,364	-4,266	-1,965	5,470	-4,497	1,085	10,134	2,896
Variación Neta de Deuda Financiera	2,355	7,750	312	-4,817	7,289	-119	-8,060	-445
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-1,785	-1,996	-1,266	-1,917	-1,200	-1,070	-1,592	-1,080
Otros Financiamientos, Neto	622	-1,465	-574	1,018	-175	563	233	78
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	2,556	23	-3,492	-246	1,417	458	713	1,450
FLUJO DE CAJA (AJUSTADO FITCH)								
EBITDA OPERATIVO	4,209	4,610	4,710	4,700	5,256	5,616	5,400	5,684
(-) Gasto Financiero del período	-354	-353	-724	-528	-761	-1,105	-1,094	-1,083
(-) Impuesto a la renta del período	-855	-1,041	-794	-827	-951	-1,249	-1,172	-1,168
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total d	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3,000	3,215	3,192	3,345	3,543	3,263	3,134	3,434
(-) Variación Capital de Trabajo	-986	-6,698	-5,321	2,663	-7,490	-2,330	6,933	-496
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,014	-3,483	-2,130	6,008	-3,947	933	10,068	2,937
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-71	175	189	303	91	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-369	-61	-45	-228	-370	0	0	0
(-) dividendos, totales pagados a los accionistas en el período	-1,785	-1,996	-1,266	-1,917	-1,200	-1,070	-1,592	-1,080
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-212	-1,529	122	-755	-67	-117	-44	-41
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-421	-6,895	-3,130	3,411	-5,493	-254	8,431	1,817
(-)Otras Inversiones neto	0	633	-101	142	-204	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Neto	-421	-6,262	-3,230	3,553	-5,697	-254	8,431	1,817
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	2,355	7,750	312	-4,817	7,289	-119	-8,060	-445
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	622	-1,465	-574	1,018	-175	563	233	78
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	2,556	23	-3,492	-246	1,417	458	713	1,450
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	3,300	5,864	5,887	2,395	2,149	2,149	2,654	5,419
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	5,856	5,887	2,396	2,149	3,566	2,338	3,258	6,869
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	5,864	5,887	2,395	2,149	3,566	2,654	5,419	6,759
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	-8	0	0	0	0	-316	-2,161	110
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	3.95%	3.84%	2.90%	3.09%	3.09%	2.92%	2.95%	3.20%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	185	118	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4,394	4,728	4,710	4,700	5,256	5,616	5,400	5,684
BALANCE								
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	5,864	5,887	2,395	2,149	3,566	2,654	5,419	6,759
Activos Totales	26,009	37,119	40,449	35,604	46,312	39,140	40,019	41,079
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1,893	6,639	10,427	4,048	8,302	6,089	6,437	6,220
Pasivo financiero Largo Plazo	2,400	5,303	1,827	3,389	6,424	1,228	228	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	2,843	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	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	14,725	7,317	6,665	6,220
Pasivos con Proveedores	5,809	3,449	5,103	5,441	5,237	6,897	6,576	6,645
Otros Pasivos	1,128	5,755	5,236	3,618	5,121	3,708	3,996	3,368
Pasivos Totales	14,074	21,145	22,593	16,495	25,084	17,922	17,237	16,234
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	11,934	15,973	17,856	19,108	21,228	21,218	22,782	24,845
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va :	10,795	14,002	15,211	17,556	19,296	20,375	22,172	24,313
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1,138	1,971	2,645	1,553	1,932	843	610	532
Capitalización ****	19,070	27,914	30,110	26,545	35,953	28,535	29,447	31,065
Contingentes	2,843	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL								
Activos Pignorados	1,287	11,197	12,722	9,692	10,004	12,722	12,722	12,722
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	850	1,677	2,352	1,553	1,932	843	610	532
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	24,722	25,921	27,727	25,912	36,308	26,418	27,297	28,356
Activo Libre Para Garantía de Obligaciones Ajustado	23,872	24,244	25,375	24,359	34,376	25,575	26,687	27,824
Emisión de Obligaciones en Circulación	2,474	4,905	2,888	4,250	2,738	2,750	1,000	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	10	5	10	6	13.3	10	27	0
Límite Legal para Emitir Obligaciones	19,777	20,737	22,181	20,729	29,046	21,134	21,838	22,685
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	10	5	9	6	12.6	9	27	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	dic-12
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	11.89	13.04	6.51	8.90	6.90
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.30	8.71	6.67	7.47	6.82
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8.15	10.03	6.51	8.90	6.90
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	9.48	10.10	5.41	7.33	5.65
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	6.69	-8.85	-1.94	12.37	-4.18
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	18.76	14.65	5.41	7.33	5.65
CFO/cargos fijos	12.92	-13.79	-1.94	12.37	-7.48
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.62	2.53	2.60	1.58	2.80
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.29	1.28	2.09	1.12	2.12
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2.38	3.71	3.84	2.22	4.16
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	37%	43%	41%	28%	41%
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	0.59
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.30	1.51	1.49	0.94	1.30
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.30	1.51	1.49	0.94	1.30
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.66	0.85	0.81	0.42	0.76
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	0.56
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.58	0.48	0.31	0.83	0.43
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.79	11.59	18.14	14.74	136.53
CASH+FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	4.68	1.37	0.54	1.36	0.86
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.03	-0.50	-0.19	1.56	-0.46
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.20	-12.56	-12.10	26.47	-152.06
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.88	-0.15	-0.07	1.37	-0.23
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	6.23	-5.36	-6.21	48.52	-272.65
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,044	6,851	6,191	10,243	7,947
Liquidez Acida (x)	1.31	1.10	0.90	1.45	1.06
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	1.28	1.08	0.89	1.42	1.05
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.35	1.03	1.16	1.37	1.02
Patrimonio / Activo Total (x)	0.46	0.43	0.44	0.54	0.46
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	5	5	6	4
Días de cuentas por cobrar	52	70	66	65	82
Rotación de inventarios (x)	14	14	12	20	15
Días de inventarios	26	27	30	18	24
Rotación de cuentas por pagar (x)	11	21	19	18	19
Días de cuentas por pagar	32	17	19	20	19
Rotación Capital de Trabajo	8	11	16	9	13
Días de Capital de Trabajo	44	33	23	38	28
Días de Ciclo de Operación	-2	-46	-54	-24	-59
Activo corriente / Pasivo corriente	1.73	1.46	1.31	1.83	1.45
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	3,401	2,828	1,500	1,750
Vencimientos Otra deuda Financiera	1,007	3,050	7,481	2,433	6,544
Total	1,007	6,451	10,308	3,933	8,294

(x) Índice expresado en número de veces

ANEXO 1

ENTORNO MACROECONÓMICO

INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

La tendencia del PIB en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración real de la Economía que llegaría a 4 % para fines del 2012.

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomo medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

La inflación a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llego a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

El Mercado Laboral urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

El salario real mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantienen en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presento un déficit de

USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011. Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12 % llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del estado (PGE) a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares, influenciado por el alto precio del petróleo, cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO			
	2011	2012	Variación
	ene - jun	ene - jun	2011 - 2012
TOTAL INGRESOS	8,754	11,000	25.7%
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
TOTAL GASTOS	8,382	9,737	16.2%
Gasto Corriente	4,737	5,443	14.9%
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrientes	43	63	46.5%
Gastos de Capital	3,645	4,294	17.8%
DEFICIT / SUPERAVIT	372	1,263	

Fuente: Ministerio de Finanzas

La recaudación de Impuestos, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los Gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

CORPORATIVO

Los gastos de capital también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La deuda Interna, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer Semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los depósitos de la banca privada suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012				
	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5.3%	4.8%	5.0%	4.0%
Estimaciones actuales	4.8%	4.0%	4.5%	3.85%

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.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 5.1% 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 esperaba 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%.

CORPORATIVO



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.

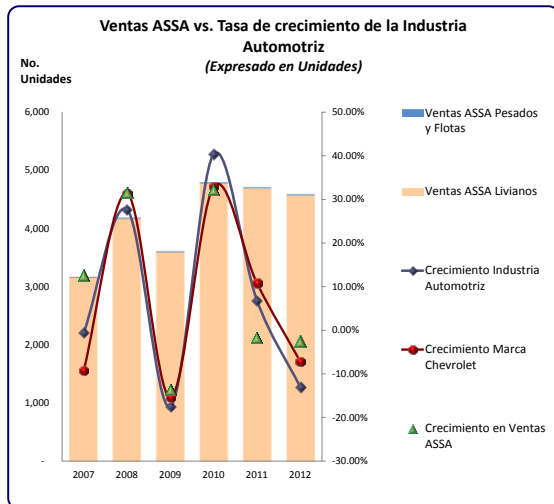
La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

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: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR – septiembre, 2012.

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL



Fuente: General Motors; Omnibus BB; Proauto.
 Elaboración: BWR

Las medidas arancelarias relacionadas con los cupos establecidos a la importación de vehículos y autopartes (CKDs), el incremento en la carga tributaria: impuesto a la salida de divisas e impuesto verde y la Ley de regulación de créditos para vivienda y vehículos constituyen los principales factores que incidieron en la contracción de ventas del sector automotor en el 2012.

Aunque las ventas se redujeron un 13.03% (121.092 unidades) en relación al año anterior (139.230 unidades), esta contracción fue menor al 20% que se esperaba inicialmente. Este comportamiento se relacionó con la decisión de algunas marcas de importar vehículos con menores accesorios, lo cual fue aceptado favorablemente por la demanda y contribuyó a que el impacto arancelario y tributario sobre el precio final de los vehículos sea menor. Por otro lado, el incremento del costo de los automotores si fue parcialmente trasladado al consumidor final.

Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica. Cabe indicar sin embargo que el motor de crecimiento de la industria automotriz continúa siendo el segmento de vehículos particulares (automóviles), que como se indicó es el más sensible al precio y concentra el 44% de las ventas del sector.

La industria ha demostrado ser estacional al concentrar históricamente alrededor del 35%⁴ de sus ventas anuales en el último trimestre, sin embargo y como estaba previsto en este año la mayor desaceleración se presentó en los últimos meses, especialmente en septiembre. Esto debido a que para mediados de año, con la aprobación de la Ley Orgánica para la regulación de créditos para vivienda y vehículos, los bancos optaron por endurecer las condiciones del crédito en montos y plazos.

El monto de entrada asumido por el cliente antes de la regulación era equivalente al 25% del valor del vehículo, tras la medida este porcentaje se ubicó entre el 30% al 35%. Mientras que, el plazo máximo concedido por los bancos que era de 60 meses, se redujo a 36 meses⁵. Adicionalmente, en la segunda mitad del año los concesionarios empezaron a alcanzar sus cupos de importación, generando desabastecimiento, en especial en determinados modelos de gama alta.

Chevrolet al estar respaldado por una ensambladora local (Omnibus BB) se encuentra más protegido que otras marcas frente a las medidas adoptadas. No obstante, el aumento del costo derivado de los aranceles aplicados a los CKDs y la nueva restricción que establece cupos de importación por unidades si ha tenido un impacto en la oferta de sus vehículos. Chevrolet se contrajo menos que el promedio de la industria (7.17%), continúa manteniendo el liderazgo en el mercado y su posicionamiento se ha fortalecido en este año.

La industria automotriz en general se encontrará en una etapa de menor crecimiento y márgenes más reducidos frente a sus históricos considerando que la vigencia de las medidas arancelarias está prevista hasta el año 2014. El mercado se está volcando hacia la adquisición de vehículos usados, lo cual podría limitar aún más la oferta de vehículos nuevos y por tanto el crecimiento del sector. En el 2013 se prevé que el mercado crecerá en 115.000 unidades nuevas, lo cual representa una contracción en ventas de 5% aproximadamente.

Es probable que en los próximos años las casas comerciales decidan otorgar un mayor volumen de crédito directo dada la menor flexibilidad del sistema financiero en la concesión de crédito automotriz. Actualmente la mayor parte de las ventas se realizan de contado y sólo un 11% proviene de financiamiento directo. Por otro lado, si existieran restricciones de liquidez a nivel macroeconómico y en el sistema financiero nacional se esperaría una mayor contracción de la industria.

⁴ Revista Líderes; ““El sector automotriz se desacelera en el país”; Octubre 8, 2012; http://www.revistalideres.ec/informe-semanal/Autos-Ecuador-ventas-importaciones_0_788321169.html

⁵ Diario EL Hoy; “El sector automotriz ecuatoriano contrae sus ventas en 20% este año”; Noviembre 21, 2012; <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/el-sector-automotriz-ecuadoriano-contrae-sus-ventas-en-20-este-ano-567094.html>