

Ecuador  
Emisión Obligaciones

## Automotores de la Sierra S.A.

### Calificación – Quinto 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  
NA: No aplica

### Resumen Financiero

(Miles USD)	2,009	2,010	2,011	2,012	may-13
Activos	37,119	40,449	35,604	46,311	45,715
Ventas	82,948	109,151	107,141	112,832	43,970
Margen EBITDA (%)	5.56%	4.31%	4.39%	4.65%	6.07%
ROA (%) **	9.31%	8.12%	8.34%	8.43%	10.59%
Capitalización (%)	27,914	30,110	26,545	36,085	35,614
Deuda financiera total/FFO (x)	3.71	3.84	2.22	3.98	2.68

\*\* Anualizados para períodos intermedios.

### EMISIONES EN CIRCULACIÓN

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 1,967,000
Plazo:	1,080 días.
Tasa de interés:	7.25% (por año) fija
Clases:	A
Pago de intereses:	Trimestral
Amortización de capital:	Semestral, a partir de los 180 días contados desde la fecha de emisión.
Garantía:	General
Destino de la emisión:	Reestructuración de pasivos y/o capital de trabajo
Calificadora de riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Pagador:	Produbanco
Agente Colocador:	Sucaval
Representante de los obligacionistas:	Peña, Larrea, Torres y Asociados Ca. Ltda.

### Cronograma de Pagos (% Amortiz. Capital)

Días	Clase A
180	15%
360	15%
540	15%
720	15%
900	20%
1080	20%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

### Actividad del Emisor:

Concesionaria de Chevrolet para la zona centro-sur del país.

### Contactos

Patricia Pinto  
(593 2) 222 23 23  
[pintop@bankwatchratings.com](mailto:pintop@bankwatchratings.com)

Jeanneth Molina  
(593 2) 254 83 93  
[jmolina@bankwatchratings.com](mailto:jmolina@bankwatchratings.com)

**FECHA COMITE: 30/julio/2013**

**ESTADOS FINANCIEROS A: 31/mayo/2013**

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 contracción en el 2013, y menor expansión en los próximos años, tanto para la industria como para la empresa.

ASSA como concesionario automotriz opera en un mercado fuertemente regulado y competitivo; 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 marcha 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.

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.

### ▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 1.

### ▪ 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.
- Restricciones establecidas para la oferta de vehículos en relación a cupos de importación y exigencias técnicas
- Potenciales nuevos incrementos de precios.
- Dependencia de la demanda en el crédito automotriz el cual se ha visto restringido, desde el segundo semestre del año 2012, por las normas que debilitaron las garantías en este tipo de crédito.
- Por el lado de la demanda, el impulso de compra persiste pero la decisión de compra depende de los factores antes expuestos. 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

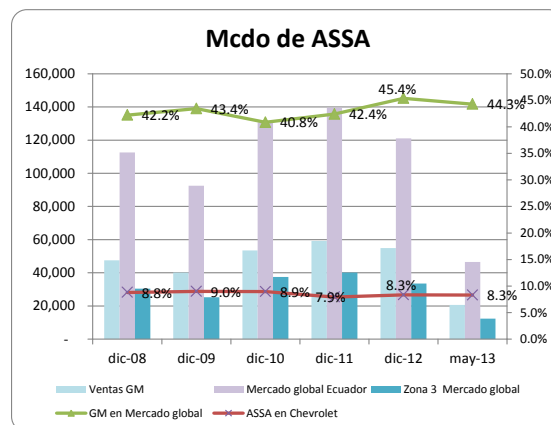
Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) es una empresa creada en Ambato en 1960, como concesionario automotriz; inicialmente manejó la marca Volkswagen en la zona. A partir de 1982 fue autorizada por General Motors para ser Concesionaria de su marca Chevrolet, en la zona centro-sur del país (provincias 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

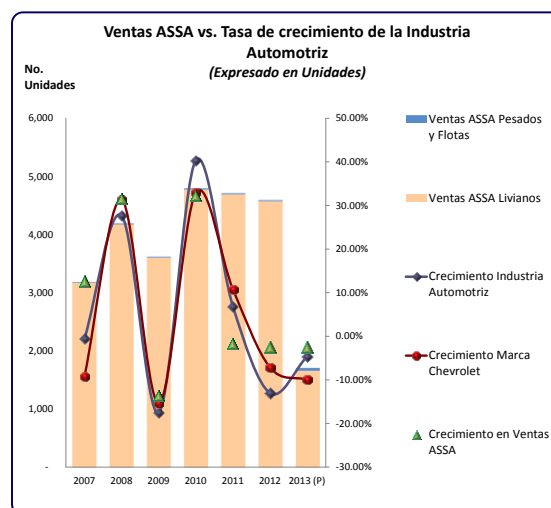
competidores menores. En el mediano plazo, Chevrolet no ve amenazada su posición de mercado.

Como proveedor de la marca dominante, ASSA obtiene una ventaja competitiva y adicionalmente se beneficia de la publicidad, conocimiento del mercado 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.



\*Zona 3 según distribución de Chevrolet incluye Zona Centro, Manabí, Austro y Zona Norte.  
Fuente: General Motors; ASSA.  
Elaboración: BWR



Fuente: General Motors; ASSA.  
Elaboración: BWR

A may-13, ASSA colocó 1,709 unidades nuevas (entre livianos y pesados), las que representan el 3.7% de las ventas del mercado ecuatoriano y el 8.3% de las ventas de la marca Chevrolet del período. En la Zona 3 se



vendieron 12,407 unidades de todas las marcas, el 36.9% del mercado en 2012.

La Zona 3 corresponde a: Zona Centro, Manabí, Austro y Zona Norte. ASSA mantiene una posición sólida en su zona de influencia (Zona Centro: Tungurahua, Cotopaxi, Chimborazo y Pastaza), compartiendo plaza únicamente con Centralcar, que pertenece al mismo grupo de accionistas; ASSA mantiene una fuerte posición de mercado dentro de la marca Chevrolet. En la Zona 3 operan seis competidores en total, ASSA representa el 13.8% de las ventas de la Zona 3, mientras su participación en las ventas de la marca Chevrolet en la Zona 3 fue de 31.3%.

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

A más del apoyo que General Motors le ofrece a ASSA en el manejo de mercado y en la misma gestión, ésta aprovecha de los sistemas de información y control de su proveedor.

ASSA maneja cuatro líneas de negocios, dentro de las cuales, la línea de vehículos nuevos es la de mayor importancia, mientras 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: a may-13, en relación al EBITDA operativo, el ingreso por este concepto representa el 31% y ha ganado importancia a lo largo del tiempo. De acuerdo a las políticas establecidas se espera que este ingreso represente alrededor del 34% del EBITDA operativo hasta 2018.

**ESTRUCTURA DEL GRUPO**

ASSA mantiene inversiones en varias empresas, contabilizadas al método del Valor Histórico, dicha inversión representa el 0.7% de los activos totales.

Empresa	Actividad	V.Libros (USD Míles)	% 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	
<b>Total inversiones en acciones</b>		<b>\$ 311,368</b>	

Al 31 de mayo de 2013.

Los accionistas de ASSA poseen otros negocios variados, que no pasan por el balance de la empresa. En los años 2009 y 2012, ASSA transfirió fondos a sus relacionadas, recursos que en parte fueron cobrados. A may-13, el saldo por cobrar a relacionadas es USD 845M, que 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 constan: Inmobiliaria de la Sierra – Puntosierra S.A, Llantasierra S.A y Centrollanta S.A., estas últimas tienen varios locales de venta de neumáticos. Adicionalmente mantienen acciones en otras empresas que distribuyen la misma marca Chevrolet 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 21.990M, el 50% 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, tienen experiencia en el mercado automotor y representan soporte técnico. 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. El Directorio participa activamente en las decisiones del negocio, este nombra al Gerente General 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 independiente<sup>1</sup>. El directorio es eficiente en establecer estrategias, políticas y controles. Cuenta con un plan de sucesión bien establecido.

Los administradores de la empresa son profesionales con experiencia y formación adecuada y han mostrado fortalezas al implementar con éxito las estrategias y cumplir con su gestión.

La empresa dispone de manuales de procedimientos actualizados periódicamente para los distintos procesos. Cuenta también con un organigrama dividido por unidades de negocio. Se han establecido centros de costos que permiten manejar una política estricta de control de presupuestos.

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

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

La empresa cuenta con información financiera oportuna, consistente y clara y está auditada a fin de cada año, por una firma reconocida. Los auditores no han revelado debilidades en controles internos.

En cuanto a 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 que le permite tomar decisiones rápidas, eficientes y con bajo riesgo, también tiene 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 hasta 48 meses.

La empresa si ha mantenido transacciones con empresas relacionada a través de préstamos que en algunos casos se han convertido en aportes para futuras capitalizaciones. Si bien no existen políticas definidas en este sentido, estas transacciones son aprobadas y monitoreadas por el directorio.

A partir del año 2008 se observa un cambio en la política de capitalización de la empresa; hasta el 2007, solamente alrededor del 14% (de capitalización) provenía de deuda financiera. A partir del 2008, se incrementa el reparto de dividendos y la deuda financiera llega a representar hasta el 43% de la capitalización.

ASSA no mantiene 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. Los cambios en las decisiones de reparto de dividendos han influenciado los niveles de deuda en relación al EBITDA y al patrimonio tangible, presionando los indicadores en algún momento pero manteniendo el endeudamiento en niveles manejables.

Tanto la emisión vigente, como la propuesta establecen resguardos que permitirían concluir que la estrategia de la empresa es mantener su endeudamiento en niveles adecuados para conservar su flexibilidad financiera.

ASSA cuenta con 241 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**

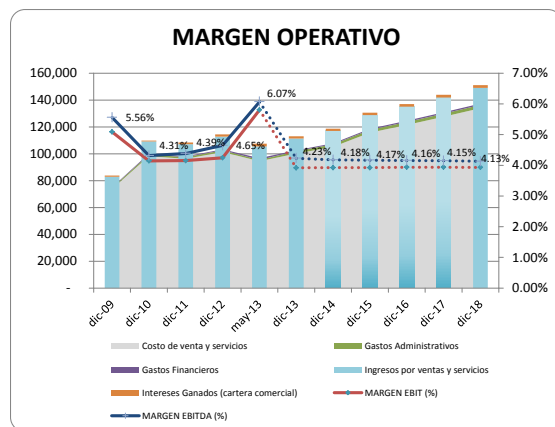
Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros auditados por PriceWaterhouseCoopers para los años 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012, no se presentan observaciones ni salvedades; también se incorpora en el análisis las cifras interinas al 31 de mayo de 2013. A partir del año 2010, los estados financieros son elaborados bajo las normas NIIF, anteriormente éstos se construían bajo las normas NEC; si bien los estados financieros interinos no son auditados estos cuentan con firma de responsabilidad del representante legal de la empresa.

**GESTION OPERATIVA**

Participación en Unidades Vendidas					
Tipo Vehículo	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	may-13
Vehículos Nuevos	86.8%	89.2%	91.2%	91.8%	91.0%
Vehículos Usados	13.2%	10.8%	8.8%	8.2%	9.0%
<b>P.Venta Promedio</b>	<b>14,912</b>	<b>19,122</b>	<b>20,651</b>	<b>18,398</b>	<b>19,324</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.5%</b>

Ingresos por Línea de Negocios	2009		2010		2011		2012		May-13	
	USD	%	USD	%	USD	%	USD	%	USD	%
Vehículos Nuevos	67,212	90.1%	91,426	91.2%	89,951	84.0%	93,573	82.9%	35,735	81.4%
Vehículos Usados	489	0.7%	507	0.5%	7,086	6.6%	8,107	7.2%	3,376	7.7%
Repuestos	4,909	6.6%	6,011	6.0%	7,450	7.0%	8,816	7.8%	3,790	8.6%
Talleres	1,970	2.6%	2,279	2.3%	2,654	2.5%	2,335	2.1%	993	2.3%
<b>Total General</b>	<b>74,580</b>	<b>100%</b>	<b>100,224</b>	<b>100%</b>	<b>107,141</b>	<b>100%</b>	<b>112,832</b>	<b>100%</b>	<b>43,894</b>	<b>100%</b>
Vehículos Nuevos -unidades-	3,613		4,781		4,699		4,581		1,709	

Para ASSA, la principal fuente de ingresos proviene de la comercialización de vehículos nuevos (81.4%); no obstante las líneas de usados y repuestos se han fortalecido; especialmente importante ha sido el incremento en el negocio de comercialización de vehículos usados, que ya alcanza casi el 8% del ingreso total. De modo que la comercialización de vehículos genera alrededor del 89% de los ingresos de la compañía.



Las ventas de ASSA, tanto en volúmenes como en dólares han mantenido un comportamiento similar al de la industria y al de su marca excepto en el 2011 año en el que sus ventas se reducen mostrando un desempeño contrario perdiendo participación en la marca.

A may-13, las ventas en dólares, registran una caída del 6.47% anual, que de acuerdo a proyecciones cerraría en 1.24% a dic-13; la recuperación hacia finales de año se

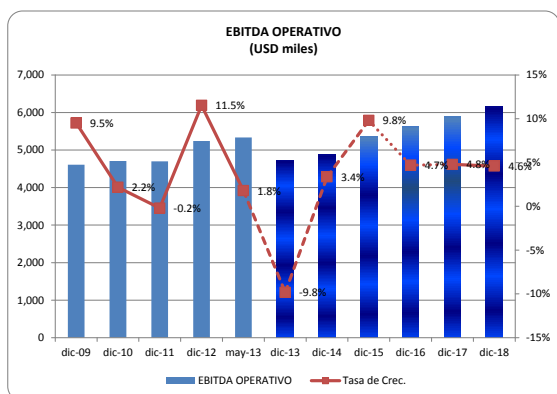


explica porque en el cuarto trimestre, el mercado automotor se dinamiza y obtiene los mayores niveles de ventas. ASSA proyecta vender durante el 2013 y hasta el 2015, más o menos el mismo número de unidades que en el 2012, con una mezcla distinta de productos, lo que justifica los cambios esperados en las ventas en USD. Se espera que en el 2015, el mercado ya haya absorbido el cambio de regulaciones y exigencias técnicas.

La mezcla de productos y el apoyo del proveedor a través de descuentos han dado lugar a un margen bruto más bien estable, tanto en términos relativos como en USD, pese a los incrementos de costos originados entre otras cosas por los impuestos adicionales y restricciones establecidas por el gobierno. El margen bruto se presionaría durante lo que queda del año y para los próximos años pero se mantendría alrededor del 10%.

Los ingresos por intereses en el financiamiento de cartera todavía son pequeños en relación a los ingresos totales de la empresa pero contribuyen de manera importante a los resultados. Estos ingresos a mayo -2013, representan el 1.86% de los ingresos ubicándose en el punto más alto históricamente y el 33% del EBIT operativo. Estos ingresos podrían incrementarse en el futuro considerando que el financiamiento es un factor importante en la decisión de compra de vehículos y que el sistema financiero estaría siendo más selectivo en la originación del crédito automotriz, lo cual exigiría que para alcanzar las ventas esperadas los distribuidores otorguen crédito propio. La realización de estos ingresos dependerá también de la capacidad de la empresa de financiar estos créditos y de su estrategia en cuanto a su endeudamiento.

Los gastos operativos mantienen una tendencia creciente en relación a las ventas pero se mantienen en niveles razonables. Se esperaría que estos se mantengan cerca del de 7.5% en relación a los ingresos operativos. La flexibilidad de la estructura operativa de ASSA es una fortaleza; parte de la remuneración del personal varía en relación a las ventas. Así como las ventas los gastos operativos en el segundo semestre del año son más importantes que durante el primero.



Si bien, el EBITDA operativo de ASSA históricamente es positivo, su crecimiento muestra un comportamiento volátil similar al de sus ventas. A dic-13 se espera una caída de 9.8% como consecuencia de la contracción en ingresos por ventas y el crecimiento del gasto operativo en relación a dichos ingresos, principalmente.

**CORPORATIVO**

Contribuyen a su generación los intereses de cartera que como se menciona anteriormente también dependen de decisiones estratégicas y capacidad de la empresa para endeudarse. Considerando los fundamentos de la volatilidad de la industria en el país, es difícil predecir el comportamiento del EBIDTA de ASSA a futuro, aunque en relación a las ventas se esperaría que se mantenga sobre el 4%.

El gasto financiero de la empresa ha ido aumentando en la medida en que la necesidad de financiar cartera ha requerido incrementar el endeudamiento. Mientras que en el 2012, el gasto financiero representó el 0.62% de los ingresos operativos, a mayo-13 representa el 1.23%. La cobertura de estos gastos con el EBITDA generando aunque todavía es suficiente, ha ido reduciéndose en el tiempo y ha pasado de 7.40 veces (EBITDA/gasto financiero del período) en el 2012, a 4.85 veces a mayo-13, el punto más bajo históricamente. Se esperaría que esta cobertura no siga reduciéndose para que la empresa mantenga un nivel adecuado de flexibilidad financiera.

Se espera que la utilidad neta a dic-13 sea menor en un 17% con respecto al 2012, y que ésta se vaya recuperando paulatinamente hasta alcanzar los resultados de 2012 después de tres años. En todo caso, los retornos sobre activos y patrimonio seguirían siendo atractivos y suficientes para mantener el negocio en marcha, ubicándose alrededor del 7% y el 12% respectivamente.

**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 (53.6%), le siguen en importancia: propiedades (18%) e inventarios (17.9%).

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 vendida con recurso se contabiliza dentro de la cartera y el financiamiento en pasivos.

A may-13, el 89% de la cartera propia de ASSA está vigente; en la cartera vendida la relación es mejor y el 97.9% corresponde a cartera por vencer. El 1.6% de la cartera total administrada por ASSA, cuenta con más de tres cuotas vencidas<sup>2</sup>, con una cobertura con provisiones de 0.82 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.

<sup>2</sup> A partir del día 61.



El inventario de ASSA corresponde fundamentalmente 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 may-13, los usados suman USD 1.2MM.

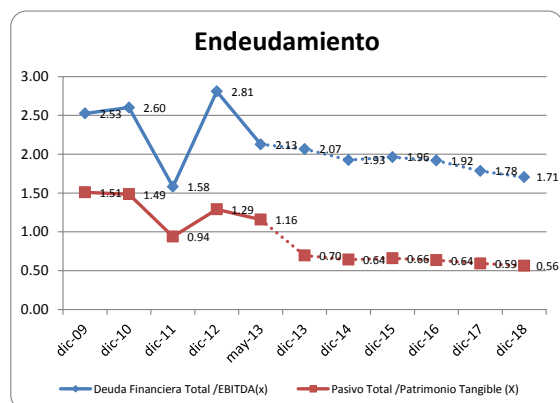
El control del inventario se encuentra centralizado en la Matriz, donde se coordina según el caso, el pedido de los carros nacionales y la importación de los automóviles requeridos a GME. La empresa maneja 30 días de inventarios aproximadamente.

La caja e inversiones, que representan aproximadamente el 7.1% de los activos totales de la empresa.

Hacen parte del activo, cuentas por cobrar con compañías relacionadas por accionariado, que suman USD 845M (1.8% del activo total).

Entre los activos de largo plazo, las propiedades predominan (18% del activo total), 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.

### ENDEUDAMIENTO



El endeudamiento de ASSA mantiene una correlación directa con las exigencias de crecimiento del negocio. En el 2012 ASSA debió financiar un mayor volumen de cartera de crédito, para aprovechar la demanda del último trimestre del año. A mayo 2013, la empresa logró reducir la deuda y espera cancelar una porción adicional hasta fines de año, esta reducción se sustenta en la venta de cartera sin recurso que la empresa está negociando. De concretarse esta fuente de financiamiento los indicadores de endeudamiento se irían aflojando paulatinamente. Representa un reto para la empresa ir reduciendo sus niveles de endeudamiento considerando que el financiamiento de cartera es un factor crítico para las ventas.

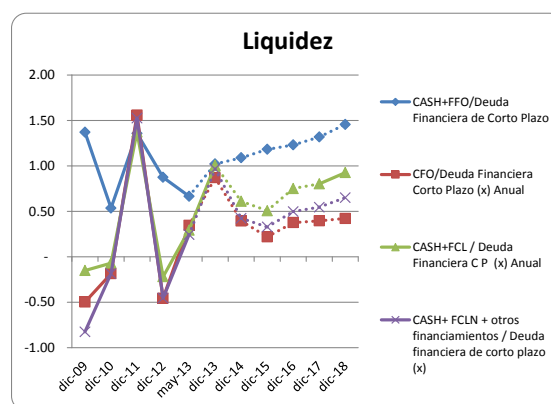
No se esperan inversiones importantes en CAPEX y como se menciona anteriormente el reparto de dividendos está limitado por los resguardos.

ASSA cuenta con tres fuentes principales de fondeo: bancos, proveedores y mercado de valores; en la

estructura de fondeo, el aporte del mercado de valores y los proveedores es importante para flexibilizar la estructura frente a cambios exógenos. De momento el 92% del fondeo con costo es de corto plazo; por consiguiente, una restructuración de deuda a largo plazo reduciría el riesgo de descalce.

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 6,8MM para vehículos livianos y pesados.

### CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



La liquidez de la empresa está principalmente relacionada a su necesidad de financiar cartera lo cual es la principal razón para generar flujos operativos negativos.

A may-13, el flujo operativo (CFO) luego de financiar capital de trabajo es positivo y se espera que se mantenga hasta finales de año; depende de la capacidad de obtener financiamiento de terceros para las ventas. La empresa requiere financiar aproximadamente USD5 millones de cartera y reestructurar pasivos de corto a largo plazo para mantener la liquidez que muestra el gráfico a partir del 2013. La liquidez a mayo 2013, es coyuntural ya que no recoge las necesidades de capital de trabajo del ciclo completo.

En may-13, se requiere refinanciar el 70% de la deuda de corto plazo; si es que las expectativas de restructuración y de financiamiento de la cartera se cumplen como así se espera el riesgo de refinanciamiento de la empresa será de alrededor del 50% de la deuda de corto plazo a fin de año, este riesgo se iría reduciendo en el tiempo de acuerdo a las políticas y expectativas del emisor.

El riesgo de refinanciamiento 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 y pignorados; desde junio del año 2010, tampoco se considerarán los inventarios “perecibles”.

Activos (Mayo 2013)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravámenes
Caja-Bancos	3,266.17	-	3,266.17
Cuentas por cobrar Comerciales	15,429.28	261.93	15,167.34
Cuentas por cobrar Otras	247.74	-	247.74
Inventarios	8,178.56	-	8,178.56
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	208.40	-	208.40
Cuentas por cobrar LP	9,091.58	6,731.18	2,360.41
Propiedades y Equipo	8,136.41	-	8,136.41
Inversiones de Largo Plazo	311.77	-	311.77
Otros Activos	844.77	-	844.77
<b>TOTAL</b>	<b>45,714.7</b>	<b>6,993.11</b>	<b>38,721.58</b>
<b>MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)*</b>			<b>1,967</b>
<b>TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b>			<b>5,000</b>
<b>MONTO TOTAL PROPUESTO POR EMITIRSE (USD Miles)</b>			<b>5,000</b>
<b>CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES PROPUESTA</b>			<b>3,000</b>
<b>SEGUNDA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL PROPUESTA</b>			<b>2,000</b>
<b>EMISIONES / ACTIVOS GARANTÍA GENERAL</b>			<b>18.0%</b>
<b>Cobertura / regulación (x)</b>			<b>5.56</b>
<b>Cobertura sensibilizada (x)</b>			<b>5.34</b>

\* incluida porción corriente

Las emisiones en circulación más los valores propuestos representan el 18% de los activos libres de gravamen, lo que representa una cobertura de 5.56 veces. La emisión de obligaciones tiene la misma prelación frente a los activos libres que el resto de pasivos sin garantía específica. Al incluir únicamente los valores en circulación, la cobertura sensibilizada es de 18.92 veces; con el propósito de cuantificar el peso de la nueva deuda, ésta ha sido incorporada en el índice de cobertura.

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 1.5MM. Sensibilizando la relación, los activos libres para garantía suman USD 37MM; una cobertura ajustada para la emisión en circulación de 5.3 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 del año anterior.
- 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	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	May-13
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de la utilidad neta.	90%	90%	43%	61%	38%	41%
2. Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 2.0	2	3	2.60	1.58	2.81	2.13
3. Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2	1	2	1.49	0.94	1.29	1.16

El primer resguardo, ASSA lo cumple desde 2012; y de acuerdo a las proyecciones continuaría haciéndolo.

El segundo resguardo, históricamente ha sido un indicador volátil y dependiente de los requerimientos de capital de trabajo (ciclo del negocio). La calificadora incorpora para el cálculo de este indicador el financiamiento de cartera cuya responsabilidad retiene la empresa, y bajo este cálculo en este período se incumple. Sin embargo, en el prospecto de emisión se explica que “Deuda Bancaria = Deuda contraída con instituciones financieras (no incluye contraparte de venta de cartera con recurso ni endeudamiento sin costo –menor a 30 días- para financiamiento de inventario”; de manera que bajo dicho esquema ASSA estaría cumpliendo.

El resguardo 3 es el que consistentemente se ha vendido cumpliendo.

La cuarta emisión de obligaciones, propone como resguardos:

- Repartir dividendos hasta por un monto máximo del 50% de la utilidad neta del año anterior.
- Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2.

Resguardos	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de la utilidad neta.	53%	50%	50%	50%	50%	50%
3. Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2	0.70	0.64	0.66	0.64	0.59	0.56

▪ **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 aceptación, 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 may-13, ASSA tenía en circulación USD 1.967M.

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

ASSA

	dic-10	dic-11	dic-12	may-13	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>RESULTADOS</b>										
Ventas	109,151	107,141	112,832	43,970	111,437	117,017	128,753	135,144	141,939	149,023
% crecimiento	31.6%	-1.8%	5.3%	-6.5%	-1.2%	5.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Costos	(98,216.20)	(96,252.53)	(101,343.18)	(39,365.31)	(100,158.30)	(105,173.24)	(115,721.90)	(121,465.74)	(127,572.80)	-
% crecimiento	33.0%	-2.0%	5.3%	-6.8%	4.1%	5.0%	10.0%	5.0%	5.0%	0.0%
<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
Otros Ingresos Operativos	722,908	1,281,046	1,599,636	831,956	1,579,854	1,658,957	1,825,347	1,915,948	2,012,278	2,112,718
% crecimiento	-13%	77%	25%	25%	-1%	5%	10%	5%	5%	5%
<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>4,710</b>	<b>4,700</b>	<b>5,242</b>	<b>2,668</b>	<b>4,713</b>	<b>4,886</b>	<b>5,366</b>	<b>5,618</b>	<b>5,887</b>	<b>6,158</b>
<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>
<b>EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>4,710</b>	<b>4,700</b>	<b>5,242</b>	<b>2,668</b>	<b>4,713</b>	<b>4,886</b>	<b>5,366</b>	<b>5,618</b>	<b>5,887</b>	<b>6,158</b>
<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones - Amortizaciones - Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	187	250	451	116	348	295	315	297	299	300
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>4,523</b>	<b>4,450</b>	<b>4,791</b>	<b>2,552</b>	<b>4,365</b>	<b>4,592</b>	<b>5,051</b>	<b>5,321</b>	<b>5,589</b>	<b>5,858</b>
<b>MARGEN EBIT (%)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-550	-644	-728	-790	-958	-1,009	-998
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0.7%	0.5%	0.6%	1.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/ no I)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Impuestos a la renta	(794.24)	(826.85)	(835.10)	-	(855.95)	(888.66)	(979.99)	(1,003.46)	(1,053.37)	(1,117.99)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	20.1%	20.7%	19.5%	0.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	4.8%	7.6%	8.2%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>3,148.96</b>	<b>3,169.69</b>	<b>3,451.82</b>	<b>2,030.18</b>	<b>2,865.57</b>	<b>2,975.09</b>	<b>3,280.82</b>	<b>3,359.42</b>	<b>3,526.51</b>	<b>3,742.85</b>
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2.9%	2.9%	3.0%	4.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.6%	17.1%	17.1%	22.5%	13.0%	12.6%	13.0%	12.4%	12.2%	12.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	8.1%	8.3%	8.4%	10.6%	6.8%	7.7%	8.0%	7.7%	7.7%	7.6%
<b>FLUJO DE CAJA</b>										
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	3,336	3,420	3,903	2,146	3,213	3,270	3,596	3,657	3,825	4,042
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-5,321	2,663	-7,841	-489	1,664	-1,095	-2,302	-1,254	-1,333	-1,390
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-1,986</b>	<b>6,083</b>	<b>-3,938</b>	<b>1,657</b>	<b>4,877</b>	<b>2,175</b>	<b>1,294</b>	<b>2,403</b>	<b>2,492</b>	<b>2,653</b>
Inversión en Activos Fijos	122	-755	-263	-85	-340	-116	-208	-171	-231	-190
Otras Inversiones, Neto	-101	142	-330	126	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-1,985</b>	<b>5,471</b>	<b>-4,521</b>	<b>1,698</b>	<b>4,537</b>	<b>2,059</b>	<b>1,086</b>	<b>2,232</b>	<b>2,262</b>	<b>2,463</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	312	-4,817	7,289	-1,101	-4,956	-363	1,125	250	-281	0
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-1,266	-1,917	-1,200	-1,400	-1,400	-1,433	-1,488	-1,640	-1,679	-1,764
Otros Financiamientos, Neto	-574	1,018	-150	503	763	-30	-64	-35	-37	-38
<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período</b>	<b>-3,492</b>	<b>-246</b>	<b>1,417</b>	<b>-301</b>	<b>-1,057</b>	<b>233</b>	<b>659</b>	<b>808</b>	<b>264</b>	<b>661</b>
<b>FLUJO DE CAJA (AJUSTADO FITCH)</b>										
EBITDA OPERATIVO	4,710	4,700	5,242	2,668	4,713	4,886	5,366	5,618	5,887	6,158
(-) Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-550	-644	-728	-790	-958	-1,009	-998
(-) Impuesto a la renta del período	-794	-827	-835	0	-856	-889	-980	-1,003	-1,053	-1,118
(-) Dividendos - preferentes - pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total d	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3,192	3,345	3,699	2,118	3,213	3,270	3,596	3,657	3,825	4,042
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,321	2,663	-7,841	-489	1,664	-1,095	-2,302	-1,254	-1,333	-1,390
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,130	6,008	-4,142	1,629	4,877	2,175	1,294	2,403	2,492	2,653
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	189	303	350	176	0	0	0	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-45	-228	-145	-147	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos, totales, pagados a los accionistas en el período	-1,266	-1,917	-1,200	-1,400	-1,400	-1,433	-1,488	-1,640	-1,679	-1,764
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	122	-755	-263	-85	-340	-116	-208	-171	-231	-190
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-3,130</b>	<b>3,411</b>	<b>-5,391</b>	<b>171</b>	<b>3,136</b>	<b>626</b>	<b>-402</b>	<b>592</b>	<b>582</b>	<b>699</b>
(-) Otras Inversiones neto	-101	142	-330	126	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Neto	-3,230	3,553	-5,722	297	3,136	626	-402	592	582	699
<b>VARIACIÓN NETA DE DEUDA FINANCIERA</b>	<b>312</b>	<b>-4,817</b>	<b>7,289</b>	<b>-1,101</b>	<b>-4,956</b>	<b>-363</b>	<b>1,125</b>	<b>250</b>	<b>-281</b>	<b>0</b>
OTROS FINANCIAMIENTOS NETO	-574	1,018	-150	503	763	-30	-64	-35	-37	-38
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-3,492</b>	<b>-246</b>	<b>1,417</b>	<b>-301</b>	<b>-1,057</b>	<b>233</b>	<b>659</b>	<b>1,400</b>	<b>846</b>	<b>1,360</b>
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,887	2,395	2,149	3,566	3,566	2,510	2,742	3,402	4,209	4,473
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	2,395	2,150	3,566	3,265	2,509	2,743	3,401	4,802	5,056	5,833
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	2,395	2,149	3,566	3,266	2,510	2,742	3,402	4,209	4,473	5,134
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	1	0	-1	0	1	-1	592	582	699
<b>FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)</b>	<b>2.90%</b>	<b>3.09%</b>	<b>3.23%</b>	<b>4.73%</b>	<b>2.84%</b>	<b>2.76%</b>	<b>2.75%</b>	<b>2.67%</b>	<b>2.66%</b>	<b>2.67%</b>
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)</b>	<b>4,710</b>	<b>4,700</b>	<b>5,242</b>	<b>2,668</b>	<b>4,713</b>	<b>4,886</b>	<b>5,366</b>	<b>5,618</b>	<b>5,887</b>	<b>6,158</b>
<b>BALANCE</b>										
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	2,395	2,149	3,566	3,266	2,510	2,742	3,402	4,209	4,473	5,134
Activos Totales	40,449	35,604	46,311	45,715	38,049	39,418	42,739	44,928	46,727	48,949
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	10,427	4,048	8,310	12,544	5,607	5,519	5,919	6,394	6,300	6,300
Pasivo financiero Largo Plazo	1,827	3,389	6,415	1,080	4,163	3,888	4,613	4,388	4,200	4,200
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	12,254	7,436	14,725	13,624	9,769	9,406	10,531	10,781	10,500	10,500
Pasivos con Proveedores	5,103	5,441	7,359	6,579	2,684	2,796	3,033	3,161	3,298	3,441
Otros Pasivos	5,236	3,619	2,668	3,521	2,770	2,849	3,015	3,105	3,201	3,301
Pasivos Totales	22,593	16,496	24,952	23,724	15,223	15,051	16,578	17,047	16,999	17,242
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	17,856	19,108	21,360	21,990	22,825	24,368	26,161	27,880	29,727	31,707
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a:	15,211	17,556	19,327	20,493	21,885	23,397	25,127	26,812	28,622	30,563
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	2,645	1,553	2,033	1,497	940	970	1,034	1,068	1,105	1,144
Capitalización ****	30,110	26,545	36,085	35,614	32,595	33,774	36,692	38,661	40,227	42,207
Contingentes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>GARANTÍA GENERAL</b>										
<b>Activos Pignorados</b>	<b>12,722</b>	<b>9,692</b>	<b>10,004</b>	<b>6,993</b>	<b>10,004</b>	<b>10,004</b>	<b>10,004</b>	<b>10,004</b>	<b>10,004</b>	<b>10,004</b>
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0	0	7,086	7,442	7,813
Otros activos que deban ser restados	2,352	1,553	2,033	1,497	940	970	1,034	1,068	1,105	1,144
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	27,727	25,912	36,308	38,722	28,045	29,414	32,735	27,839	29,281	31,132
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	25,375	24,359	34,274	37,224	27,105	28,444	31,702	26,770	28,176	29,988
Emisión de Obligaciones en Circulación	2,888	4,250	2,738	1,967	5,769	3,906	1,031	281	0	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	10	6	13.3	5.6	5	8	32	99	0	0
Límite Legal para Emitir Obligaciones	22,181	20,729	29,046	30,977	22,436	23,531	26,188	22,271	23,425	24,905
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	9	6	12.5	5.3	5	7	31	0	0	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.

CORPORATIVO

ASSA

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	may-13	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>												
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	11.89	13.04	6.51	8.90	7.40	4.85	7.32	6.71	6.79	5.87	5.84	6.17
(EBITDA - Inver en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	11.30	8.71	6.67	7.47	7.05	4.70	6.79	6.55	6.53	5.69	5.61	5.98
EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	8.15	10.03	6.51	8.90	7.40	4.85	7.32	6.71	6.79	5.87	5.84	6.17
FFO/intereses del periodo (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	9.48	10.10	5.41	7.33	6.22	4.85	5.99	5.49	5.55	4.82	4.79	5.05
CFO/intereses del periodo (CFO INTEREST COVER)	6.69	-8.85	-1.94	12.38	-4.85	3.96	8.57	3.99	2.64	3.51	3.47	3.66
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	18.76	14.85	5.41	7.33	6.22	4.85	5.99	5.49	5.55	4.82	4.79	5.05
CFO/cargos fijos	12.92	-13.79	-1.94	12.38	-8.32	1.18	8.57	3.99	1.36	2.41	2.47	2.66
<b>APALANCAMIENTO</b>												
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.62	2.53	2.60	1.58	2.81	2.13	2.07	1.93	1.96	1.92	1.78	1.71
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.29	1.28	2.09	1.12	2.13	1.62	1.54	1.36	1.33	1.17	1.02	0.87
Deuda Financiera Total AJUSTADA / FFO (x)	2.38	3.71	3.84	2.22	3.98	2.68	3.04	2.88	2.93	2.95	2.75	2.60
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	37%	43%	41%	28%	41%	38%	30%	28%	29%	28%	26%	25%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.09%	0.00%	0.00%	1.49%	1.21%	0.00%	2.87%	2.91%	2.64%	2.57%	2.57%	2.54%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.51	0.56	0.54	0.45	0.59	0.57	0.64	0.62	0.64	0.63	0.62	0.61
Pasivo Total NO AJUSTADO / Patrimonio Tangible (x)	1.30	1.51	1.49	0.94	1.29	1.16	0.70	0.64	0.66	0.64	0.59	0.56
Pasivo Total AJUSTADO / Patrimonio Tangible (X)	1.30	1.51	1.49	0.94	1.29	1.16	0.70	0.64	0.66	0.64	0.59	0.56
Deuda Financiera AJUSTADA / Patrimonio Tangible (X)	0.66	0.85	0.81	0.42	0.76	0.66	0.45	0.40	0.42	0.40	0.37	0.34
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	89.99%	90.00%	43.06%	60.89%	37.86%	40.57%	52.95%	49.99%	50.02%	49.98%	49.99%	50.01%
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para evitar errores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>LIQUIDEZ</b>												
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.29	0.57	0.85	0.54	0.56	0.92	0.57	0.59	0.56	0.59	0.60	0.60
FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.58	0.48	0.31	0.83	0.45	0.41	0.57	0.59	0.61	0.57	0.61	0.64
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.79	11.59	18.14	14.74	26.57	85.83						
CASH + FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	4.68	1.37	0.54	1.36	0.87	0.67	1.02	1.09	1.18	1.23	1.32	1.46
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.03	-0.50	-0.19	1.56	-0.46	0.35	0.87	0.39	0.22	0.38	0.40	0.42
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.20	-12.56	-12.10	26.47	-29.75	65.99						
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.88	-0.15	-0.07	1.37	-0.22	0.29	1.01	0.61	0.51	0.75	0.80	0.93
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	6.23	-5.36	-6.21	48.52	-26.22	134.46						
<b>OTROS INDICES</b>												
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,044	6,851	6,191	10,242	7,803	5,589	13,773	14,921	16,923	18,203	19,589	21,281
Liquidez Acida (x)	1.31	1.10	0.90	1.45	1.06	0.88	1.53	1.60	1.66	1.69	1.75	1.83
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.28	1.08	0.89	1.42	1.04	0.86	1.51	1.58	1.64	1.67	1.73	1.81
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.35	1.03	1.16	1.37	1.02	1.15	1.57	1.67	1.69	1.76	1.85	1.94
Patrimonio / Activo Total (x)	0.46	0.43	0.44	0.54	0.46	0.48	0.60	0.62	0.61	0.62	0.64	0.65
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	5	5	6	4	4	6	6	6	6	6	6
Días de cuentas por cobrar	52	70	66	65	84	85	59	59	58	58	58	58
Rotación de inventarios (x)	14	14	12	20	15	12	12	12	12	12	12	12
Días de inventarios	26	27	30	18	24	31	30	30	30	30	30	30
Rotación de cuentas por pagar (x)	11	21	19	18	14	14	37	38	38	38	39	39
Días de cuentas por pagar	32	17	19	20	27	25	10	10	9	9	9	9
Rotación Capital de Trabajo	8	11	16	9	13	17	7	7	7	7	7	6
Días de Capital de Trabajo	44	33	23	38	28	21	50	51	53	54	55	57
Días de Ciclo de Operación	-2	-46	-54	-24	-53	-70	-30	-28	-26	-26	-24	-22
Activo corriente / Pasivo corriente	1.73	1.46	1.31	1.83	1.44	1.26	2.35	2.45	2.53	2.55	2.64	-
<b>Vencimientos Deuda Financiera</b>												
Año	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	may-13	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	3,401	2,828	1,500	1,747	980	3,207	2,219	219	94	0	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	1,007	3,050	7,481	2,433	6,494	11,537	2,400	3,300	5,700	6,300	6,300	6,300
<b>Total</b>	<b>1,007</b>	<b>6,451</b>	<b>10,308</b>	<b>3,933</b>	<b>8,240</b>	<b>12,517</b>	<b>5,607</b>	<b>5,519</b>	<b>5,919</b>	<b>6,394</b>	<b>6,300</b>	<b>6,300</b>

(x) Índice expresado en número de veces

**Ecuador**

**Entorno Macroeconómico**

**ANEXO 1**

**ENTORNO MACROECONÓMICO**

**DATOS GENERALES**

	2011	2012	2013 prev. *
Inc. PIB (Año base 2007) %	7.50	5.01	4.05
PIB CORRIENTE ( Mill USD)	77,832	84,682	90,326
Inc. PIB CORRIENTE%	14.78%	8.80%	6.66%
Inflación Anual %	5.41	4.16	3.93%
Total Ingresos	18,600	20,405	25,454
Total Gastos	22,342	24,642	30,515
Deficit / Superavit	(3,742)	(4,237)	(5,061)
Deuda Gobierno **	14,552	18,694	20,197
Deuda Interna **	4,506	7,781	7,866
Deuda externa **	10,046	10,913	12,331
Deuda total del Gobierno / PIB%	18.6%	25.0%	22.36
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12.8%	14.9%	13.65
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5.8%	11.0%	8.71
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99.75	91.82	96.39
Precio Programado Petroleo		79.3	84.9
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23.5%	20.6%	21.4%

Fuentes: Analisis Semanal  
Fuente Banco Central  
**Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 días el Gobierno no la contabiliza como tal**  
**\*\* Datos a marzo 2013**  
**\* Presupuestp del Estado para 2013**

**ANTECEDENTE**

A la fecha de este reporte, la Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria para el 2013, la que fuera enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente el 5 de julio 2013.

Conforme dicta la Constitución de la Republica, en año de elecciones, es el nuevo gobierno el que debe efectuar el presupuesto, explicando por qué se presentó, transcurrido ya el primer semestre del año 2013. Se espera que en los próximos meses se anuncie la proforma para el 2014.

**SECTOR REAL**

**Producto Interno Bruto (PIB):** Las proyecciones para el 2013, de acuerdo a la proforma, indican un crecimiento del 4.05%, porcentaje inferior al alcanzado en el 2012 que fue 5.1%. La desaceleración, a pesar del incremento del presupuesto en 24%, obedece a que gran parte del monto de gastos es corriente y una reducción en el crecimiento de la construcción.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecería en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

**Las manufacturas** ofrecen un importante aporte al crecimiento (5.8%) para el 2013, siendo uno de los mayores aumentos de los últimos años, con un aporte del 12.6% del PIB.

Se estima que **La construcción** crecerá el 6%, porcentaje bastante inferior al alcanzado en el 2011 de 21.6% y 2012 de 14%, sin embargo, mantiene un aporte significativo de 11.1% del PIB.

**El petróleo y la refinación,** tendrán un componente de 11.3%, del PIB. En el primer semestre del 2013 el precio de crudo del oriente terminó en USD 97.45 el barril, registrando un alza respecto de diciembre 2012 de USD 5.63.

Se considera que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

**La inflación** a mayo del 2013, mantiene un comportamiento a la baja, es así, que llega a 3.01%, inferior a la registrada en mayo 2012, que fue de 4.85%. En el presupuesto para el 2013, se proyecta la inflación en 3.9%, que no se presenta difícil de alcanzar, de continuar la actual trayectoria.

**El Mercado Laboral:** La tasa de desempleo, respecto a diciembre 2012, disminuyó en 0.14%, tanto a nivel urbano como rural, situándose a junio 2013 en 4.9%.

**El salario básico** unificado para el 2013 es de USD 318.00, con un incremento del 8.9%, (USD 292.00 a junio 2012).

**CORPORATIVO**



Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Las tasas de interés de los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

### SECTOR EXTERNO

La balanza comercial a mayo 2013, presenta un déficit acumulado de USD 287 millones FOB, mayor al obtenido a mayo 2012, que fue positivo en (USD 581 millones). Esta diferencia se da debido a una mayor exportación gracias a los altos precios del petróleo en el 2012, (USD 101.68 a mayo 2012; USD 96.39 a mayo 2013), en volumen se mantuvieron casi iguales, con una diferencia menor para este periodo 2013 de 207m barriles.

### EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

Las exportaciones anuales disminuyeron en -1.43%. Las petroleras suman USD 6,385.2 mm disminuyendo en -11.64% (incluidos los derivados). Las exportaciones petroleras representan el 55.46% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 4,530.62mm; en valores monetarios se incrementan en 15.12%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación, del total exportado, siguen siendo el banano (10.37%), el camarón (6.2%), los productos de mar (5.9%) y las flores (3.7%).

### IMPORTACIONES USD 10,435.84 mm, (mayo 2013).

A mayo 2013 las importaciones se incrementan en 7.17% en términos monetarios, sin que se registren crecimientos significativos en los diferentes rubros importados excepto en los bienes de consumo que disminuyen en monto (-4.59%). Los otros rubros conservan una participación del total general similar al año anterior, así tenemos materias primas (31.36%), bienes de capital (27%) y los combustibles y lubricantes, que crecen en 13.92% y su participación sube a 23% de las importaciones.

### SECTOR PÚBLICO

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2013 registra un crecimiento de 24.7% con un déficit de USD 5,061 millones. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto,

se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

### PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

#### **INGRESOS**

	2011	2012	2013 pres	Variación 2012/2013
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>18,600</b>	<b>20,405</b>	<b>25,454</b>	<b>24.7%</b>
TRIBUTARIOS	9,426	10,362	12,793	23.5%
PETROLEROS	7,341	8,401	8,690	3.4%
NO TRIBUTARIOS	1,234	1,130	2,946	160.7%
Transf Corrientes	422	89	1,025	1051.0%
Otros, autogestion.	177	423	-	

Fuente: Análisis Semanal  
Elaboración BWR

#### **EGRESOS**

	2011	2012	2013 presp	Variación 2012/2013
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>22,342</b>	<b>24,642</b>	<b>30,515</b>	<b>23.8%</b>
Gasto Corriente	14,966	16,699	19,347	15.9%
- Sueldos	6,519	7,547	7,884	4.5%
- Bienes y servicios	5,396	5,996	8,138	35.7%
- Transferencias y otros gastos	2,312	2,352	2,678	13.9%
Financieros	740	804	647	-19.5%
Gasto de Capital	7,376	7,943	11,168	40.6%

Fuente: Análisis Semanal  
Elaboración BWR

#### **Tributación:**

La recaudación de impuestos ha mantenido un crecimiento continuo, a mayo se reporta un 13.8% respecto al 2012 y la tendencia ha sido persistente durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 15.6%, de acuerdo a lo planificado con el SRI.

El ISD o impuesto a la salida de divisas ha tenido un incremento importante, debido al aumento de la tasa de recaudación de 2 al 5%, convirtiéndose en el tercer impuesto en importancia.

#### **Gastos:**

El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sean menores, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

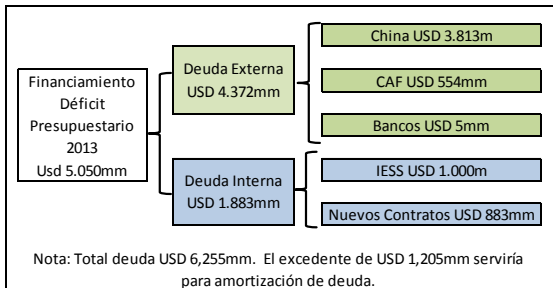
El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin

### **CORPORATIVO**

que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

**FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL**



Fuente: Presupuesto 2013  
 Elaboración: BWR

**SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO**

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012, han empezado a influir en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (junio 2013), registra **activos brutos por USD 29,410 millones**, con un crecimiento anual de 9.2% y en el lado de los pasivos **USD 25,286 millones**, con un crecimiento de 9.2%.

Las **captaciones del público** llegaron a **USD 22,529 millones**, con un crecimiento anual de 9.3%; la cartera a junio 2013 registra un valor de **USD 16,618 millones**, con un incremento de 10.5% frente a junio 2012.

El Sistema continúa creciendo de forma importante, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores debiendo tomar en cuenta el crecimiento de la **cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses)**, que en este periodo fue de 15.2%.

La **morosidad** muestra una tendencia creciente en el sistema (3.07%), en parte explicada por

crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La **cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a 6.54%, debido a un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

**Cartera de Crédito**

El sistema financiero bancos continúa el crecimiento de su cartera en USD 1,582mm, respecto a junio 2012.

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

**Resultados USD 125 millones.**

A junio del 2013, el Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 63.6 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de 33.8%. El sistema de Cooperativas tiene un pequeño incremento del 1.7%, las financieras un decrecimiento del 34.2% sin tomar en cuenta Diners Club; no sucede igual con los bancos Públicos que tienen un incremento del 38% (en parte influenciado por utilidades generadas por Banco Pacífico a la CFN).

**SECTOR PRIVADO**

Se espera que el 2013 sea un complejo año fiscal, por las mismas palabras del Presidente Correa, lo cual ha dado paso a que el gobierno de ciertas manifestaciones de apertura y acercamiento a la empresa privada. Un gesto importante fue la actitud con los empresarios en su viaje a Alemania, incluyéndoles a estos como parte de su agenda, sin embargo, existen mensajes contradictorios con la renuncia al ATPDEA, manteniendo el entorno para la inversión privada más incierto y desfavorable.

Varias leyes que serán tramitadas en este año, mantienen la incertidumbre en los empresarios, tomando en cuenta que este gobierno se ha declarado de rasgo socialista, hace prever que las reformas tendrán el mismo alcance, limitando y reduciendo los resultados de las empresas y la confianza de estas para nuevas inversiones.

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del

**CORPORATIVO**



Poder del Mercado. Esta 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.

Las restricciones antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

### **PERSPECTIVAS 2013**

Se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013, no así en los siguientes años.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

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, por factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el 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.

**Fuentes:** Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

**Elaboración:** BWR, julio, 2013.

**Corte de información:** marzo - junio 2013, proyección a diciembre 2013.

## Ecuador

## Riesgo Sectorial: Mercado Automotor

### ANEXO 2

#### RIESGO SECTORIAL

##### • HECHOS RELEVANTES<sup>3</sup>

##### 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.
  - El 15 de junio de 2013 entró en vigencia la normativa que obliga a que todos los vehículos nuevos, modelo 2014, cuenten con doble 'airbag', medida establecida en la norma de calidad RTE034, emitida en el 2010; cuya vigencia se adelantó seis meses al el plazo al 15 de junio del año en curso.

<sup>3</sup>

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](http://www.comercioexterior.com.ec)

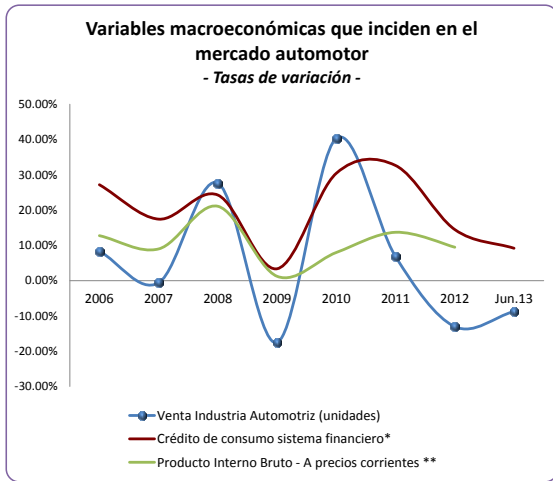
Diario El Comercio, "Vehículos nuevos deben contar con doble airbag", mayo 28, 2013

[http://www.elcomercio.com/negocios/Vehiculos-nuevos-deben-contar-airbag\\_0\\_927507308.html](http://www.elcomercio.com/negocios/Vehiculos-nuevos-deben-contar-airbag_0_927507308.html)

Diario El Comercio. "El doble airbag saca a vehículos del mercado", junio 18, 2013

[http://www.elcomercio.com/negocios/airbag-normativa-vehiculos-Ecuador\\_0\\_940106052.html](http://www.elcomercio.com/negocios/airbag-normativa-vehiculos-Ecuador_0_940106052.html)

**MERCADO AUTOMOTOR**



\*Sistema Financiero incluye: Banca Privada, Banca Pública, Cooperativas reguladas, Sociedades Financieras y Mutualistas.  
 \*\*Dato del PIB no disponible a junio 2013  
 Fuente: Banco Central del Ecuador, Superintendencia de Bancos, General Motors.  
 Elaboración: BWR

La demanda de vehículos en el país depende del entorno macroeconómico, de la disponibilidad de crédito y de la percepción de estabilidad de los agentes económicos. La correlación entre dichas variables se observó hasta el año 2010, cuando se estableció el sistema de cupos de importación de vehículos y autopartes. A partir de entonces si bien la demanda persiste bajo un entorno económico favorable, el número de unidades nuevas colocadas en el mercado local si ha disminuido. Se advierte mayor sensibilidad histórica del sector automotor frente a la ciclicidad de la economía por tratarse de una demanda elástica y sensible al precio.

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.

En 2012, las ventas se redujeron un 13.03% (121.092 unidades) en relación al año anterior (139.230 unidades), pero la contracción fue menor al 20% que se esperaba inicialmente. Este mejor comportamiento frente al esperado 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, mientras el incremento del costo de los automotores si fue parcialmente trasladado al consumidor final.

En 2013, el gobierno adelantó la implementación de una normativa de seguridad que obliga a colocar doble airbag en unidades nuevas, lo que encarece el producto y saca de circulación a modelos no aptos. Para el 2013, el sector espera menores ventas de unidades nuevas, estimándose escasez de ciertas marcas y modelos para el cierre de

año. A junio del 2013, se ha vendido un monto equivalente al 46.35% del número de unidades vendidas el año anterior.

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 aproximadamente el 44% de las ventas del sector.

La industria ha demostrado ser estacional al concentrar históricamente alrededor del 35%<sup>4</sup> de sus ventas anuales en el último trimestre, sin embargo y como estaba previsto en el año 2012 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 meses<sup>5</sup>. Adicionalmente, en la segunda mitad del año 2012 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. En el 2012 Chevrolet se contrajo menos que el promedio de la industria (7.17%), continúa manteniendo el liderazgo en el mercado y su posicionamiento se fortaleció en ese 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 venderá 105.000<sup>6</sup>

<sup>4</sup> 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](http://www.revistalideres.ec/informe-semanal/Autos-Ecuador-ventas-importaciones_0_788321169.html)  
<sup>5</sup> 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-año-567094.html>  
<sup>6</sup> Diario El Hoy, “El sector automotor tendrá un segundo semestre difícil”, Agosto 13, 2013; <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/el-sector-automotor-tendra-un-segundo-semestre-dificil-588264.html>

**CORPORATIVO**



unidades nuevas, lo cual representa una contracción de 13% 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 (34% en efectivo y 51% a través de instituciones financieras) y sólo un 10% proviene de financiamiento directo<sup>7</sup>. 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.

---

<sup>7</sup> General Motors, "Market Review", may.2013.