

Ecuador
Emisión Obligaciones

Automotores de la Sierra S.A.

Seguimiento

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Tercera Emisión de Obligaciones	AA	AA	18/03/2011
Cuarta Emisión de Obligaciones	AA	AA	N/A
Segunda emisión de Papel Comercial	AA	AA	N/A

Resumen Financiero

(Miles USD)	2.010	2.011	2.012	may-13	nov-13
Activos	40.449	35.604	46.311	45.715	47.384
Ventas	109.151	107.141	112.832	43.970	99.374
Margen EBITDA (%)	4,31%	4,39%	4,65%	6,07%	5,95%
ROA (%) **	8,12%	8,34%	8,43%	10,59%	10,75%
Capitalización (%)	30.110	26.545	36.085	35.614	36.292
Deuda financiera total/FFO (x)	3,84	2,22	3,98	2,68	2,23

** Anualizados para periodos 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
Número de Resolución	Q.I.M.V. 11.2185
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. 971.571
Plazo:	1.080 días.
Tasa de interés:	7,25% (por año) fija
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 Cía. Ltda.

DESCRIPCIÓN DE LA CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN	
Emisor:	ASSA (AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.)
Monto	USD. 3.000.000
Número de resolución	Q.I.M.V. 2013.5671
Fecha de Aprobación SIC:	19/11/2013
Fecha de vencimiento de la Aprobación SIC:	19/08/2014
Clases:	A B
Monto Aprobado:	USD. 1.500.000 USD. 1.500.000
Monto en circulación:	USD. 0 USD. 29.000
Monto por colocar:	USD. 1.500.000 USD. 1.471.000
Plazo:	1.080 días. 1.440 días.
Tasa de interés:	7,50% (por año) fija 8% (por año) fija
Fecha de Colocación:	16/12/2013 29/11/2013
Fecha de Vencimiento:	30/11/2016 08/11/2017
Pago de intereses:	Trimestral
Amortización de capital:	Trimestral, a partir de los 90 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:	Automotores de la Sierra S.A. a través de Decevalé S.A.
Agente Colocador:	Sucaval
Estructurador Legal	Lexvalor Asesoría Legal S.A.
Representante de los obligacionistas:	Peña, Larrea, Torres y Asociados Cía. Ltda.

DESCRIPCIÓN DE LA SEGUNDA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL EN CIRCULACIÓN	
Monto total:	USD. 2.000.000
Número de resolución	Q.I.M.V. 2013.5569
Fecha de Aprobación SIC:	13/11/2013
Fecha de vencimiento de la Aprobación SIC:	03/11/2015
Fecha de Colocación:	28/11/2013
Fecha de Vencimiento:	18/11/2015
Monto en circulación:	USD. 1.503.000
Plazo del programa	2 años
Plazo (días)	Hasta 359 días
Pago de interés:	Cero cupón
Pago de capital:	Al vencimiento

FECHA COMITE: 31/enero/2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 30/noviembre/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 imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

Actividad del Emisor:

Concesionaria de Chevrolet para la Zona Centro del país.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@bwratings.comJeanneth Molina
(593 2) 254 83 93
jmolina@bwratings.comXavier Navas
(593 2) 226 97 67
xnavas@bwratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de calificación de BWR, decidió mantener la calificación en AA para las emisiones descritas; 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.”

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 positivos, los mismos que serían sustentables en el tiempo. A pesar de que se espera que continúe una etapa de desaceleración de la economía local en el año 2014, el EBITDA que genere la empresa en términos de USD, estaría dentro de los niveles observados en los últimos 5 años, para este y los próximos años; el desempeño de la industria automotriz se proyecta en niveles similares al año 2013, posiblemente con restricciones adicionales.

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 el mercado nacional, Chevrolet mantiene un innegable liderazgo.



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.

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

Si bien las ventas de ASSA en el 2013, en USD, se reducen ligeramente, se esperaría que en el 2014 crezcan en alrededor del 5%. En general y de acuerdo a lo que se puede prever en este momento, el crecimiento en ventas para los próximos dos años estaría en el mismo orden e influenciadas por precios más que por unidades. A pesar del incremento importante de precios que ha absorbido el mercado, los márgenes en la industria y particularmente en la empresa tienden a contraerse, pero siguen siendo atractivos.

Los intereses por financiamiento de cartera representan un rubro de ingresos cada vez más importantes para el emisor, representando sobre el 30% del EBITDA. Este negocio aumenta las necesidades de capital de trabajo pero a más de ser rentable es necesario para cumplir con las ventas esperadas; por esta razón no esperamos que los niveles de endeudamiento de la empresa se reduzcan de manera importante.

Cabe mencionar, que esperamos un aumento de la deuda financiera a dic-2013 a medida que se coloquen los saldos autorizados de las emisiones en el mercado de valores, hecho que se ha incorporado a nuestras proyecciones. La decisión del comité incorpora la confianza de que los resultados a obtenerse y la decisión de limitar el financiamiento propio a clientes en relación a las políticas de endeudamiento de la empresa, prevengan que los indicadores de endeudamiento excedan los niveles proyectados a dic-13. En el mismo sentido, con la reestructuración de pasivos se espera que la liquidez de la empresa mejor hacia finales de año y al menos se mantenga en los niveles actuales para los próximos años.

La empresa mantiene riesgo de refinanciamiento el cual 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 (nuevas regulaciones de seguridad).
- 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

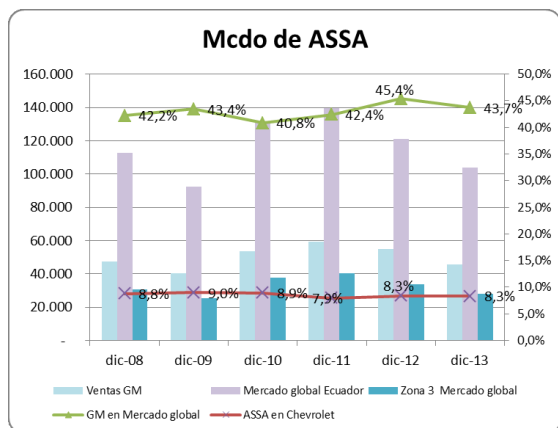
PERFIL DE LA COMPAÑÍA

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).

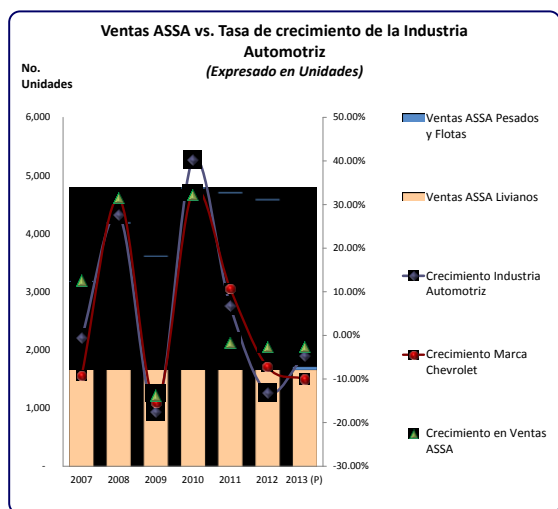
Una de las fortalezas de ASSA es la marca que distribuye. Chevrolet como marca mantiene una posición de líder de mercado, la misma que se ha visto reforzada tras las medidas gubernamentales de los últimos años. Existen actualmente varias marcas emergentes que han mostrado un comportamiento dinámico, 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 nov-2013, ASSA supera las proyecciones y coloca 3,761 unidades nuevas (entre livianos y pesados), las que representan el 3.6% de las ventas del mercado ecuatoriano y el 8.3% de las ventas de la marca Chevrolet del período. En la Zona Centro se vendieron un total de 4.595 unidades, ASSA representa el 82% de las ventas totales de esta zona.

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 Bolívar), 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 13.5% de las ventas de la Zona 3, mientras su

participación en las ventas de la marca Chevrolet en la Zona 3 fue de 31.2%. En la Zona 3 se vendieron 27.929 unidades de todas las marcas, el 26.9% del mercado nacional en 2013.

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.

Si bien las restricciones impuestas han afectado el volumen de ventas de la compañía en relación al año 2012, este se ha mitigado con un incremento en el precio de los automóviles.

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 autos usados, 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 nov-13, en relación al EBITDA operativo, el ingreso por este concepto representa el 30.5% y ha ganado importancia a lo largo del tiempo. De acuerdo a las políticas establecidas se esperaría que este ingreso represente alrededor del 34% del EBITDA operativo en los próximos años a pesar que con respecto al 2012 y 2013, se esperaría una mayor rotación de la cartera y por lo tanto menores días de financiamiento.

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 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 30 de noviembre 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 nov-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.

CORPORATIVO

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. A finales del 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 24.575M, el 45% 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 independiente¹. 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.

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 relacionadas 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 243 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.

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

• **PERFIL FINANCIERO**

Presentación de Cuentas

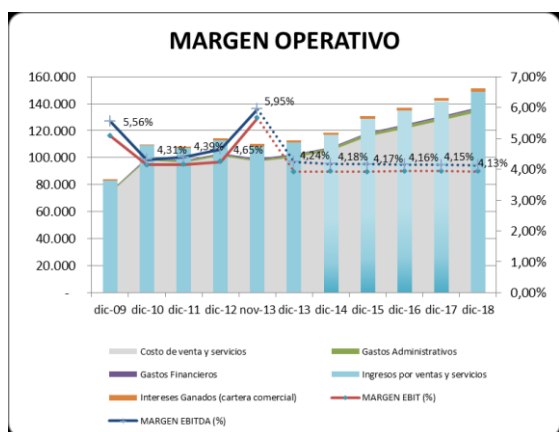
Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros auditados por PriceWaterhouseCoopers para los años 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012, no se presentan observaciones ni salvedades; también se incorpora en el análisis las cifras interinas al 30 de noviembre de 2013. A partir del año 2010, los 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-10	dic-11	dic-12	nov-13
Vehículos Nuevos	89,2%	91,2%	91,8%	91,1%
Vehículos Usados	10,8%	8,8%	8,2%	8,9%
P.Venta Promedio	19.122	20.651	18.398	20.574
Livianos			17.329	18.753
Pesados			43.736	39.441
Usados			19.774	18.016
Margen bruto	10,0%	10,2%	10,2%	10,4%

Ingresos por Línea de Negocios	2010 USD	%	2011 USD	%	2012 USD	%	Nov-13 USD	%
Vehículos Nuevos	91.426	91,2%	89.951	84,0%	93.573	82,9%	81.131	81,8%
Vehículos Usados	507	0,5%	7.086	6,6%	8.107	7,2%	7.423	7,5%
Repuestos	6.011	6,0%	7.450	7,0%	8.816	7,8%	8.331	8,4%
Talleres	2.279	2,3%	2.654	2,5%	2.335	2,1%	2.353	2,4%
Total General	100.224	100%	107.141	100%	112.832	100%	99.238	100%
Vehículos Nuevos -unidades-	4.781		4.699		4.581		3.761	

Para ASSA, la principal fuente de ingresos proviene de la comercialización de vehículos nuevos (81.8%); 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.



Fuente: ASSA.
Elaboración: BWR

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.

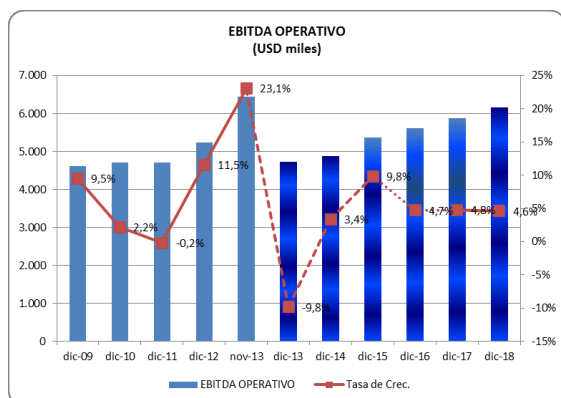
Durante el año 2013 el volumen de ventas decrece en un 10%, no obstante este decrecimiento en volumen se compensa con un aumento en los precios de los vehículos y servicios. Por lo tanto los ingresos por ventas y servicios tan sólo disminuyen 1% en relación al año 2012.

ASSA espera vender durante el 2014 y hasta el 2015, más o menos el mismo número de unidades que en el 2013, con una mezcla distinta de productos. Se espera que en el 2015, el mercado ya haya absorbido el cambio de regulaciones y exigencias técnicas. Sin embargo, proyecciones en este mercado son difíciles de realizar a medida que no se definan y materialicen los cambios en las regulaciones.

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 mejora levemente de dic-12 a nov-13 y para los próximos años se mantendrá igualmente 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 nov-2013, representan el 1.78% de los ingresos y el 32% 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 no superen el 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.



Fuente: ASSA.
 Elaboración: BWR

La tasa de crecimiento del EBITDA operativo de ASSA muestra volatilidad en consistencia con las características de su entorno operativo. Las proyecciones a dic-2013 preveían una caída del 9.8% como consecuencia de la contracción en ingresos por ventas en relación al año anterior y aumento del gasto operativo en relación a dichos ingresos; a nov-2013 estimamos que dicha contracción será menor a la proyectada. No obstante, el extraordinario EBITDA que muestra el gráfico a nov-2013, no se mantendría hacia finales de año, ya que no contiene los ajustes de último trimestre. Más bien se esperaría un EBITDA a dic-2013, similar al del año anterior (USD 4.7MM - 5MM). Considerando los fundamentos de la volatilidad de la industria en el país, es difícil predecir el comportamiento del EBITDA operativo de ASSA a futuro, aunque estimamos que para el año 2014 este se mantenga en niveles similares al año 2012 y 2013.

El gasto financiero de la empresa tiene tendencia al alza en 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 nov-13 representa el 1.09%. 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 may-13, el punto más bajo históricamente. No obstante, a nov-2013 la cobertura mejora a 5.36 veces.

En contra de las proyecciones, en las cuales se estimaba un decrecimiento del 17% en la utilidad neta para el año 2013, la utilidad alcanzada a nov-2013 (USD 4.615 M) hace esperar que la utilidad neta del año 2013 sea similar a la alcanzada en el año 2012 (USD 3.452 M). Los retornos sobre activos y patrimonio se mantienen atractivos y suficientes para mantener el negocio en marcha. Los resultados financieros alcanzados por la compañía a nov-2013 muestran que estos han superado las proyecciones.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

El balance de ASSA a nov-2013 es consistente con la dinámica del negocio; el principal activo de la empresa corresponde a cuentas por cobrar comerciales (47.9%), le siguen en importancia: inventarios (21.4%) y propiedades (17.6%).

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 nov-13, el 92% 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 1.2% de la cartera total administrada por ASSA, cuenta con más de tres cuotas vencidas², con una cobertura con provisiones de 1.2 veces. El P&G acumula intereses desde el primer día hasta el pago de la deuda.

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 nov-13, los usados suman USD 1.19MM, que representa el 17.4% del inventario total.

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 8.95% de los activos totales de la empresa.

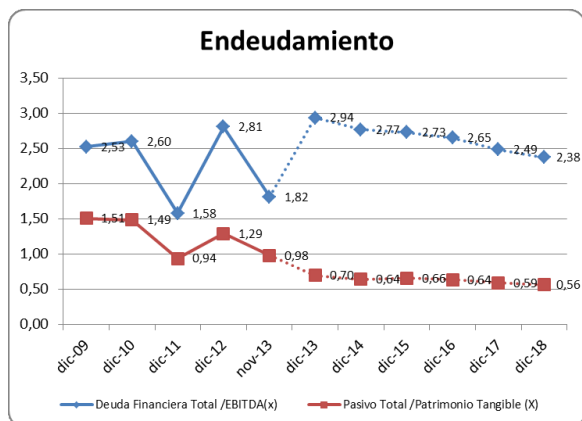
Hacen parte del activo, cuentas por cobrar con compañías relacionadas por accionariado, que suman USD 845M (1.8% del activo total).

Entre los activos de largo plazo, las propiedades predominan (17.6% 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.

² A partir del día 61.



ENDEUDAMIENTO



Fuente: ASSA.
Elaboración: BWR

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. Se esperaba que a finales de año se reduzca una porción adicional gracias a la venta de cartera sin recurso. No obstante, la venta de cartera se la realiza con recurso.

Nuestra expectativa es que los indicadores de endeudamiento aumenten a medida que la compañía coloque en el mercado los montos autorizados restantes de la segunda emisión de papel comercial y cuarta emisión de obligaciones. Como hecho subsecuente a la fecha de corte de este informe, conocemos que al 16 de diciembre de 2013 ya se ha colocado USD 1.803M del papel comercial y USD 1.369M de la cuarta emisión de obligaciones. Se calcula que la deuda financiera de la compañía a dic-13 será de USD 13.9 MM, dato que ha sido incorporado en el gráfico anterior. A medida que se cancelen las obligaciones financieras se reducirá el indicador de endeudamiento tal y como muestra el gráfico, pero esperamos que este se mantenga entre 2.5-2.9.

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. En caso de lograr venta de cartera sin recurso los indicadores de endeudamiento se irían aflojando paulatinamente. Sin embargo, al momento, en el mercado se complica vender cartera sin recurso.

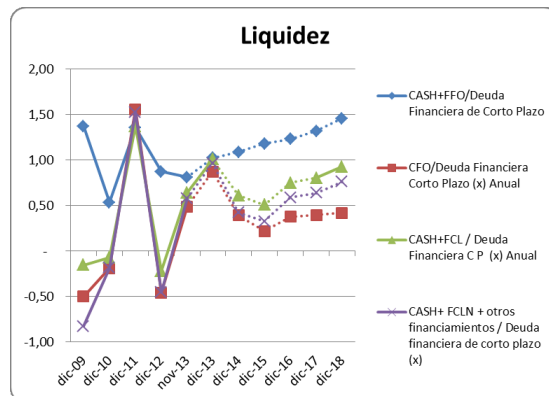
No se esperan inversiones importantes en CAPEX y como se menciona anteriormente el reparto de dividendos está limitado por los resguardos.

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 99.9% del fondeo con costo es de corto plazo; por consiguiente, la restructuración de deuda a largo plazo con los fondos provenientes de las nuevas emisiones

reduciría el riesgo de descalce. Como hecho subsecuente a la fecha de análisis, la empresa comienza a realizar dicha restructuración en dic-2013 e inicios de ene-2014.

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 6,55MM para vehículos livianos y pesados.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUEZ



Fuente: ASSA.
Elaboración: BWR

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 nov-13, el flujo operativo (CFO) luego de financiar capital de trabajo es positivo; depende de la capacidad de obtener financiamiento de terceros para las ventas.

En nov-13, se requiere refinanciar el 36% 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.

Como se mencionó anteriormente, ASSA se encuentra en un proceso de restructuración de deuda lo cual beneficiará la liquidez. Además, la liquidez de la empresa se encuentra respaldada por un resguardo proveniente de la emisión de obligaciones en donde se estipula que no se repartirá dividendos por más del 50% de la utilidad neta del ejercicio.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por la fuente importante de financiamiento que representan sus proveedores, por el apoyo de los accionistas a través de garantías que le permiten acceder a financiamiento en el sistema financiero y por la solvencia de la empresa que le otorga alternativas en el mercado de valores.

CORPORATIVO

▪ **POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN**

Activo Líquido	5.824.695,00
Activo Ajustado	45.822.533,00
Activo Total	46.322.316,00

Prelación	Descripción	Pasivo+ contingentes tributarios (USD)	Pasivo Acum (USD)	Cobertura Activos Líquidos	Cobertura Activos Gía General
Primera prelación	impuestos, IESS, empleados	2.403.216,28	2.403.216,28	2,42	19,07
Segunda prelación	deuda con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	18.033.759,10	20.436.975,38	0,29	2,24
Tercera prelación	deuda sin garantía específica de balance	2.686.592,62	23.123.568,00	0,25	1,98
TOTAL		23.123.568,00	23.123.568,00	0,25	1,98

Al 31 de diciembre de 2013.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

De acuerdo al cálculo de la garantía general emitido por el Emisor, el monto en circulación de los valores emitidos en el mercado de valores está dentro del límite legal establecido por la ley.

RESGUARDOS

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	nov-13
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de la utilidad neta	90%	90%	43%	61%	38%	41%	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	1,82
3. Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2	1	2	1,49	0,94	1,29	1,16	0,98

Fuente: ASSA.
Elaboración: BWR

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). De acuerdo al prospecto de emisión en el cual 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”, este resguardo se 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**

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario. Un detalle de las emisiones realizadas por ASSA es el siguiente:

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 nov-13, ASSA tenía en circulación USD 971M.

La cuarta emisión de obligaciones se aprobó el 19 de noviembre de 2013 y, como hecho subsecuente a la fecha de corte de este seguimiento, al 16 de diciembre de 2013 se ha colocado USD 430M de la serie A y USD 939M de la serie B.

La segunda emisión de papel comercial se comienza a colocar el 28 de noviembre de 2013, igualmente, al 16 de diciembre de 2013 se ha colocado USD 1.803M, el 90% del cupo de la emisión total (USD 2MM).

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	may-13	nov-13	dic-13
RESULTADOS								
Ventas	75.270	82.948	109.151	107.141	112.832	43.970	99.374	111.437
% crecimiento	32,6%	10,2%	31,6%	-1,8%	5,3%	-6,5%	-3,9%	-1,2%
Costos	-65.828	-73.857	-98.216	-96.253	-101.343	-39.365	-89.008	-100.158
% crecimiento	30,7%	12,2%	33,0%	-2,0%	5,3%	-6,8%	-4,2%	4,1%
MARGEN BRUTO (%)	13%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Otros Ingresos Operativos	722	830	723	1.281	1.600	832	1.805	1.580
% crecimiento	-1%	15%	-13%	77%	25%	25%	23%	-1%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.209	4.610	4.710	4.700	5.242	2.668	5.913	4.727
MARGEN EBITDA (%)	5,6%	5,6%	4,3%	4,4%	4,6%	6,1%	6,0%	4,2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.394	4.728	4.710	4.700	5.242	2.668	5.913	4.727
MARGEN EBITDAR (%)	5,8%	5,7%	4,3%	4,4%	4,6%	6,1%	6,0%	4,2%
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	451	116	293	362
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.718	4.219	4.523	4.450	4.791	2.552	5.620	4.365
MARGEN EBIT (%)	0	0	0	0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-354	-353	-724	-528	-708	-550	-1.102	-644
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,5%	0,4%	0,7%	0,5%	0,6%	1,2%	1,1%	0,6%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no l	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuestos a la renta	-855	-1.041	-794	-827	-835	0	0	-856
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27,8%	26,2%	20,1%	20,7%	19,5%	0,0%	0,0%	23,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	2,1%	4,4%	4,8%	7,6%	8,2%	8,7%	10,8%	0,0%
UTILIDAD NETA	2.218	2.939	3.149	3.170	3.452	2.030	4.615	2.866
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2,9%	3,5%	2,9%	2,9%	3,0%	4,5%	4,6%	2,5%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18,9%	21,1%	18,6%	17,1%	17,1%	22,5%	21,9%	13,0%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9,1%	9,3%	8,1%	8,3%	8,4%	10,6%	10,7%	6,8%
FLUJO DE CAJA								
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2.561	3.329	3.336	3.420	3.903	2.146	4.908	3.227
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-986	-6.698	-5.321	2.663	-7.841	-489	-59	1.664
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.575	-3.370	-1.986	6.083	-3.938	1.657	4.849	4.891
Inversión en Activos Fijos	-212	-1.529	122	-755	-253	-85	-458	-340
Otras Inversiones, Neto	0	633	-101	142	-330	126	126	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.364	-4.266	-1.965	5.471	-4.521	1.698	4.517	4.551
Variación Neta de Deuda Financiera	2.355	7.750	312	-4.817	7.289	-1.101	-3.008	-4.956
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	-1.400	-1.400	-1.400
Otros Financiamientos, Neto	622	-1.465	-574	1.018	-150	503	566	763
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	2.556	23	-3.492	-246	1.417	-301	675	-1.043
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)								
EBITDA OPERATIVO	4.209	4.610	4.710	4.700	5.242	2.668	5.913	4.727
(-) Gasto Financiero del período	-354	-353	-724	-528	-708	-550	-1.102	-644
(-) Impuesto a la renta del período	-855	-1.041	-794	-827	-835	0	0	-856
(-) 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	3.699	2.118	4.811	3.227
(-) Variación Capital de Trabajo	-986	-6.698	-5.321	2.663	-7.841	-489	-59	1.664
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2.014	-3.483	-2.130	6.008	-4.142	1.629	4.752	4.891
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-71	175	189	303	350	176	498	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-369	-61	-45	-228	-145	-147	-401	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1.785	-1.996	-1.266	-1.917	-1.200	-1.400	-1.400	-1.400
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-212	-1.529	122	-755	-253	-85	-458	-340
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-421	-6.895	-3.130	3.411	-5.391	171	2.990	3.150
(-)Otras Inversiones neto	0	633	-101	142	-330	126	126	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Neto	-421	-6.262	-3.230	3.553	-5.722	297	3.117	3.150
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	2.355	7.750	312	-4.817	7.289	-1.101	-3.008	-4.956
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	622	-1.465	-574	1.018	-150	503	566	763
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	-301	675	-1.043
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	3.300	5.864	5.887	2.395	2.149	3.566	3.566	3.566
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	5.856	5.887	2.396	2.150	3.566	3.265	4.241	2.523
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	5.864	5.887	2.395	2.149	3.566	3.266	4.241	2.510
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	-8	0	0	1	0	-1	0	14
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	3,95%	3,84%	2,90%	3,09%	3,23%	4,73%	4,75%	2,86%
(-) 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	5.242	2.668	5.913	4.727
BALANCE								
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	5.864	5.887	2.395	2.149	3.566	3.266	4.241	2.510
Activos Totales	26.009	37.119	40.449	35.604	46.311	45.715	47.384	38.049
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1.893	6.639	10.427	4.048	8.310	12.544	11.688	5.607
Pasivo financiero Largo Plazo	2.400	5.303	1.827	3.389	6.415	1.080	29	4.163
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	4.130
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	7.136	11.941	12.254	7.436	14.725	13.624	11.718	13.899
Pasivos con Proveedores	5.809	3.449	5.103	5.441	7.359	6.579	6.992	2.684
Otros Pasivos	1.128	5.755	5.236	3.619	2.868	3.521	4.098	(1.360)
Pasivos Totales	14.074	21.145	22.593	16.496	24.952	23.724	22.807	15.223
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	11.934	15.973	17.856	19.108	21.360	21.990	24.575	22.825
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va	10.795	14.002	15.211	17.556	19.327	20.493	23.201	21.885
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.138	1.971	2.645	1.553	2.033	1.497	1.373	940
Capitalización ****	19.070	27.914	30.110	26.545	36.085	35.614	36.292	36.724
Contingentes	2.843	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0	0

2013 - proyección entregada en mayo 2013

(i) 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+mercados, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

CORPORATIVO

9

Conozca su riesgo ... exija integridad y transparencia, BankWatch Ratings

Ecuador

Entorno Macroeconómico

ASSA

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	may-13	nov-13	dic-13
INDICADORES FINANCIEROS								
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	11,89	13,04	6,51	8,90	7,40	4,85	5,36	7,34
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11,30	8,71	6,67	7,47	7,05	4,70	4,95	6,81
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8,15	10,03	6,51	8,90	7,40	4,85	5,36	7,34
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	9,48	10,10	5,41	7,33	6,22	4,85	5,36	6,01
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	6,69	-8,85	-1,94	12,38	-4,85	3,96	5,31	8,60
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	18,76	14,65	5,41	7,33	6,22	4,85	5,36	6,01
CFO/cargos fijos	12,92	-13,79	-1,94	12,38	-8,32	1,18	2,15	8,60
APALANCAMIENTO								
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flt	1,62	2,53	2,60	1,58	2,81	2,13	1,82	2,94
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Ar	0,29	1,28	2,09	1,12	2,13	1,62	1,16	2,41
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2,38	3,71	3,84	2,22	3,98	2,68	2,23	4,31
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	37%	43%	41%	28%	41%	38%	32%	38%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,09%	0,00%	0,00%	1,49%	1,21%	0,00%	0,00%	2,87%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,51	0,56	0,54	0,45	0,59	0,57	0,51	0,91
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1,30	1,51	1,49	0,94	1,29	1,16	0,98	0,70
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1,30	1,51	1,49	0,94	1,29	1,16	0,98	0,70
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,66	0,85	0,81	0,42	0,76	0,66	0,51	0,64
porcentaje dividoendo pagado en el período/ut del año anterior	89,99%	90,00%	43,06%	60,89%	37,86%	40,57%	40,57%	52,95%
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para evitar	-	-	-	-	-	-	-	-
LIQUIDEZ								
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,29	0,57	0,85	0,54	0,56	0,92	1,00	0,40
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,58	0,48	0,31	0,83	0,45	0,41	0,45	0,58
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1,79	11,59	18,14	14,74	26,57	85,83	119,82	
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	4,68	1,37	0,54	1,36	0,87	0,67	0,81	1,02
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,03	-0,50	-0,19	1,56	-0,46	0,35	0,49	0,87
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1,20	-12,56	-12,10	26,47	-29,75	65,99	118,35	
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,88	-0,15	-0,07	1,37	-0,22	0,29	0,64	1,01
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	342,60	
OTROS INDICES								
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8.044	6.851	6.191	10.242	7.803	5.589	8.434	13.773
Liquidez Acida (x)	1,31	1,10	0,90	1,45	1,06	0,88	0,92	1,53
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1,28	1,08	0,89	1,42	1,04	0,86	0,88	1,51
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,35	1,03	1,16	1,37	1,02	1,15	1,33	1,57
Patrimonio / Activo Total (x)	0,46	0,43	0,44	0,54	0,46	0,48	0,52	0,60
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	5	5	6	4	4	5	6
Días de cuentas por cobrar	52	70	66	65	84	85	76	59
Rotación de inventarios (x)	14	14	12	20	15	12	10	12
Días de inventarios	26	27	30	18	24	31	38	30
Rotación de cuentas por pagar (x)	11	21	19	18	14	14	14	37
Días de cuentas por pagar	32	17	19	20	27	25	26	10
Rotación Capital de Trabajo	8	11	16	9	13	17	12	7
Días de Capital de Trabajo	44	33	23	38	28	21	31	50
Días de Ciclo de Operación	-2	-46	-54	-24	-53	-70	-57	-30
Activo corriente / Pasivo corriente	1,73	1,46	1,31	1,83	1,44	1,26	1,39	2,35
Vencimientos Deuda Financiera								
Año	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	may-13	nov-13	dic-13
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	3.401	2.828	1.500	1.747	980	2.380	3.207
Vencimientos Otra deuda Financiera	1.007	3.050	7.481	2.433	6.494	11.537	9.287	2.400
Total	1.007	6.451	10.308	3.933	8.240	12.517	11.667	5.607

(x) Índice expresado en número de veces
*2013 - proyección entregada en mayo 2013

ANEXO 1

DATOS GENERALES

	2012	2013
Inc. PIB (Año base 2007) %	5,01	3,60
PIB CORRIENTE (Mill USD)*	87.495	93.577
Inc. PIB CORRIENTE%	8,80%	6,66%
Inflación Anual %	4,16	2,70%
Total Ingresos Efectivos**	19.855	20.488
Total Gastos **	21.111	25.138
Deficit / Superavit	(1.256)	(4.650)
Deuda Gobierno *	18.652	22.847
Deuda Interna *	7.781	9.927
Deuda externa *	10.913	12.920
Deuda total del Gobierno / PIB%*	21,3%	24,40
Deuda externa del Gobierno / PIB%*	12,4%	13,80
Deuda interna del Gobierno / PIB%*	8,9%	10,60
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	94,20	97,30
Precio Programado Petroleo	79,3	86,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	21,3%	26,9%
Fuentes: Ministerio de Finanzas		
** Observatorio Política Fiscal		
* Ministerio de Finanzas		

NOTA ACLARATORIA

A la presentación de este reporte, las fuentes de información varían en las fechas de corte, en vista de no contar con cifras oficiales o que aún no han sido procesadas.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB) USD 93.577mm:

Cifras preliminares indican que el PIB 2013, estaría alrededor del 3.5%, menor al proyectado por el Gobierno (4.05%) y se esperaría llegar en el 2014 y 2015 a 4.5% y 5.1%, respectivamente.

A nuestro criterio vemos que, dadas las condiciones económicas actuales se esperaría resultados muy similares al año 2013.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial y la CEPAL proyectan que la economía crecería en 3.8%; un crecimiento similar al de 2013, 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.

El segmento de manufacturas, contrario a las expectativas del gobierno, se ha desacelerado, a pesar de las medidas tomadas para incentivar su crecimiento. El crecimiento obtenido para el 2013 llegaría al 4.25%, diferente al esperado de 5.8%.

Este comportamiento se explicaría, en que las empresas no realizan las inversiones nuevas para su crecimiento, dedicándose a cubrir la demanda interna utilizando su capacidad ociosa.

Las medidas dictadas últimamente de restricción de importaciones, podría afectar el desarrollo de algunas empresas.

Sobre la construcción, aún no se tiene datos concretos del crecimiento de este sector, que ha sido uno de los más dinámicos de la Economía, pero se siente una desaceleración, que estaría mayormente influenciada más por el comportamiento de la inversión pública que por la privada.

La información respecto al crecimiento del crédito de vivienda, tanto público como privado, nos da una dirección de un crecimiento importante en el 2013.

Datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS), indican que el crédito hipotecario creció de dic 2012 a nov 2013 en 32.4%, llegando a USD 5.3 billones.

Para el 2014, conforme al escenario económico que se proyecta más lento, sería de esperarse una mayor desaceleración de este segmento.

El petróleo y la refinación, el precio promedio del crudo de oriente hasta noviembre 2013 terminó en USD 97.93 el barril, registrando una baja pequeña respecto de diciembre 2012.

Las condiciones del mercado hacen prever que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2014, 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 producción petrolera a noviembre 2013 registra una variación positiva de 504 a 545 barriles diarios, incremento que se da en la producción de empresas públicas, ya que las privadas siguen contrayéndose, sin que se avizore nuevas participaciones privadas.

La inflación se convierte en el mayor logro del este gobierno al tener en diciembre 2013 un comportamiento a la baja, llegando a un 2.70% anual, siendo una de las más bajas de la región,

CORPORATIVO



superado por Colombia con 1.94% y menor que Perú y Chile.

Esta baja proviene especialmente del grupo de alimentos, que constituye una tercera parte de la canasta familiar del IPC y representa un 25% de la ponderación del índice, que experimentó una variación mensual de 0.31% y anual de 1.92%.

El Mercado Laboral: el índice de desempleo relacionado con diciembre 2013 baja en 3.5%, situándose en 4.86%.

El subempleo sube en el mismo periodo, (dic12-dic13), 39.83% a 43.35%.

La Ocupación Plena, se reduce de 52.07% a 51.51%.

El salario básico: para el 2014 se eleva a USD 340.00, con un incremento de 6.9%, bastante superior a la inflación registrada en el 2013, superando en 9% a la canasta familiar básica de bienes y servicios. Con este aumento el gobierno excede el salario digno que se impuso como meta, superando a varios países latinoamericanos.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables desde el 2011 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 registran pequeñas variaciones negativas del año anterior al 2013, así vemos que la tasa corporativa se reduce de 8.37% a 7.81%; Productiva Empresarial de 9.56% a 9.41%; Productiva Pymes 11.24% a 11.14%; Vivienda de 10.93% a 10.87%. Consumo es la única que registra un leve incremento de 15.94% a 16.0%. En el caso de la tasas de Microcrédito (Acumulado ampliada, acumulado simple y minorista), registran bajas de -0.28%, -0.31% y -0.33%, respectivamente.

SECTOR EXTERNO

La brecha externa se presenta como uno de los principales problemas que debe afrontar el gobierno, por lo cual se han tomado ciertas medidas de control y se esperarían otras adicionales.

La balanza comercial a noviembre 2013, presenta un saldo negativo de USD -1.352mm FOB, mayor al obtenido a noviembre 2012, que fue de USD -507 millones. Esta diferencia se debe a un mayor incremento de las importaciones petroleras que crecen en mayor proporción que las exportaciones. El cierre parcial de la Refinería de Esmeraldas influyó en el aumento de importación de combustibles.

Una política de restricción de subsidios a la gasolina y afines es una prioridad para el gobierno.

EXPORTACIONES USD 22.765mm (nov 2013).

Las exportaciones anuales (Nov12-Nov13) aumentan en 4.8%.

Las **Exportaciones petroleras** suman USD 12.923 mm y representan el 56.7% del total, tuvieron un crecimiento de del 1.8%.

Exportaciones no petroleras suman USD 9.842 mm, creciendo en 9.2%

IMPORTACIONES USD 24,117mm (nov 2013).

Las importaciones totales (nov12 a nov13), crecen 8.5%

Importaciones FOB Petroleras llegan a USD 5.623mm incrementándose en 12.9% en términos monetarios

Importaciones FOB no Petroleras fueron USD 18.194mm, registrando un incremento de 7.3%.

La importación de bienes de consumo registra un incremento de 4.7%; las materias primas de 9.1% y los bienes de capital 6.4%

SECTOR PÚBLICO

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2014 registra un crecimiento menor al realizado en periodos anteriores y llega a USD 34.000mm.

Entre diciembre 2012 y 2013 los ingresos crecen 3.2% y los gastos aumentan 19.1% dando como resultado una situación no compatible. 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.

El déficit que muestra el Presupuesto General del Estado (PGE), aprobado para el 2014, superará los USD 6.000 millones, el mayor monto reportado en la era del actual gobierno. Las fuentes para el financiamiento aún no están claras, pero de la información otorgada por las autoridades, se buscará financiamiento con "gobiernos amigos" y la posibilidad de renovar contratos de venta anticipada de petróleo con la China. Sin embargo, otra de las posibilidades que ha mencionado el Gobierno es salir a los mercados internacionales con la emisión de deuda por un monto estimado de

CORPORATIVO

USD 500 a 1.000 millones. (Fuente: Economía y Entorno Político. Multienlace).

INGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
TOTAL INGRESOS EFECTIVOS	19.855	20.488	3,2%
TRIBUTARIOS	11.958	13.599	13,7%
PETROLEROS	5.407	4.533	-16,2%
NO TRIBUTARIOS Y OTROS	2.490	2.356	-5,4%

Fuente: Ministerio de Finanzas
elaborado por: Observa política Fiscal

Tributación: a diciembre 2013 USD 13.599mm

La recaudación tributaria mantiene un crecimiento continuo, reportando 13.7% respecto al 2012 y la tendencia ha sido constante durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 11.8%, el ICE 8.8%, ISD 5.6% el IR 16.1% y otros

EGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
TOTAL GASTOS DEVENGADOS	21.111	25.138	19,1%
Gasto Corriente	12.472	13.471	8,0%
- Sueldos	7.353	7.892	7,3%
- Bienes y servicios	1.658	2.011	21,3%
- Transferencias y otros gastos.	2.413	2.237	-7,3%
Financieros	934	1.183	26,7%
Gasto de Capital	8.639	11.667	35,1%

Fuente: Ministerio de Finanzas
elaborado por: Observa política Fiscal

El cambio ajustado a precios constantes del 2007 da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, 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 se concentra en gastos corrientes (53.6%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BC), la Inversión Extranjera Directa (IED) durante el periodo Enero-Septiembre 2013 llegó a \$495,28 millones con un incremento interanual del 31.47% ya que a septiembre del 2012 el ingreso de capital fue de USD 376,74 millones. La IED durante el año 2013 se concentró en 3 sectores; explotación de minas y canteras, servicios prestados a las empresas e industria manufacturera, presentando incrementos significativos del 8.94% y el 191.05% respectivamente.

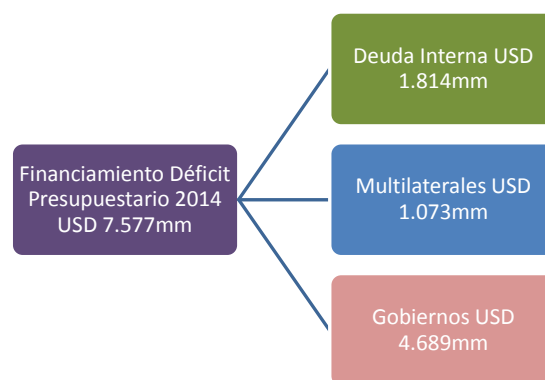
De acuerdo a este informe (BC) se conoce que los países con mayores aportes de capital fueron los europeos, que en este periodo invirtieron USD

CORPORATIVO

148,45 millones, presentando un incremento interanual del 61.52%, en comparación de los USD 91,91 millones registrados en el 2012.

Los créditos recibidos, tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2013 la deuda total suma USD 22.846 millones, distribuida en: deuda interna de USD 9.927 millones y deuda externa de USD 12.920 millones. El porcentaje de la deuda PIB, es de 24.4% a dic 2013 y de 21.3% en dic 2012.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2014
Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012 han impactado 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 (diciembre 2013) está conformado por 24 instituciones, dos menos que el 2012, y registra **activos más contingentes por USD 35.389 millones**, con un crecimiento anual de 8,4%; en el lado de los pasivos **USD 23.544 millones**, con un crecimiento de 11.9% anual.

La cartera neta registra un monto de **USD 16.174 millones**, con un incremento de 9.8% anual.

El Sistema continúa su crecimiento, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores.

Calidad de Activos (Cartera vencida / Total cartera + Contingentes) muestra una tendencia a la baja en el sistema (1.12%).

Resultados USD 268 millones.

El Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 46,3 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de -14.6%.

PERSPECTIVAS 2014

Las proyecciones del gobierno para mediano y largo plazo están apalancadas en el cambio de matriz productiva, a la cual le ha dado énfasis y esta se sostiene en una reorientación hacia la exportación.

Si bien el tener un direccionamiento planificado para el desarrollo de la economía es importante, este tiene que ir de la mano del apoyo del gobierno, generando el ambiente adecuado de confianza y cubriendo las necesidades que faciliten el desarrollo de las empresas privadas grandes y pequeñas.

Los cambios en la matriz productiva deberían empezar creando un mejor clima de negocios y adecuando los tiempos de los trámites burocráticos acordes a un rápido desarrollo esperado.

El modelo económico de cambio en la matriz productiva requiere escoger sectores con mayor probabilidad de éxito y una participación cercana del gobierno con las empresas, tanto nuevas como las ya existentes, apoyándolas con créditos a tasas subsidiadas a largo plazo para que puedan incrementar su capacidad productiva.

Los sectores potenciales a ser promovidos y que tiene relación con resultados a corto plazo, que es lo que se busca, están los alimentos frescos y procesados, así como productos metálicos procesados, la fabricación de piezas y partes para incorporar a productos de ensamblaje nacional.

La Vicepresidencia de la Republica ha recibido amplios poderes del Ejecutivo, para poner en ejecución las actividades productivas del País y a criterio de la Vicepresidencia hay tres pilares donde debe apoyarse este cambio:

- 1.- Desarrollo de las industrias básicas,
- 2.- Fomento del talento humano de calidad, y
- 3.- Apoyo a la empresa privada mediante el sistema de compras públicas.

Para cumplir con este proyecto se proponen un ambicioso plan de inversión en infraestructura que soporte el modelo:

Plan estratégico de Movilidad (PEM), que se desarrollará progresivamente, en el que se contarían con inversiones a largo plazo por USD 118 billones hasta el 2037.

Plan Energético, con énfasis en la inversión de proyectos hidroeléctricos, para sustituir la energía

térmica y de gas, solucionando en parte el alto subsidio de combustibles.

Plan de Telecomunicaciones, que considera tener un cable submarino para obtener servicios de internet de primera calidad.

Proyectos Estratégicos: La Refinería del Pacifico es el principal proyecto macro, se calcula una inversión de USD 10.000 millones para un proceso de 200M bpd. La segunda etapa será la construcción de una planta petroquímica y luego una planta de urea. Se planifica el traslado de las instalaciones siderúrgicas a un nuevo sitio, no identificado aún.

Talento Humano: el objetivo del gobierno es fortalecer los niveles de educación y conseguir un mayor número de ciudadanos con postgrados, para lo cual incentiva con programas locales y créditos masivos para estudios en el exterior.

La Ciudad del Conocimiento Yachay, se construye en Imbabura. El presupuesto para este programa es de USD 662 millones.

Compras Públicas: este es el tercer pilar en el que se sustenta el plan de gobierno y el objetivo radica en fomentar la producción nacional, otorgando mayor prioridad a aquellas empresas que vendan sus productos utilizando componentes nacionales.

El presupuesto proyectado para el 2014 refleja una desaceleración de la economía, continúa 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.

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 2014.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que se dio parcialmente en 2012 y en 2013, afecta al presupuesto del Estado pero por otra parte es necesaria para mantener activa y en buenas condiciones a la refinería, la paralización explica en parte la desaceleración esperada de la Economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Fuentes: BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, Observatorio de la Política fiscal, ABPE y Multienlace.

Elaboración: BWR, febrero 2014.

CORPORATIVO

Ecuador

Riesgo Sectorial: Mercado Automotor

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL

• HECHOS RELEVANTES³

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.

³

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

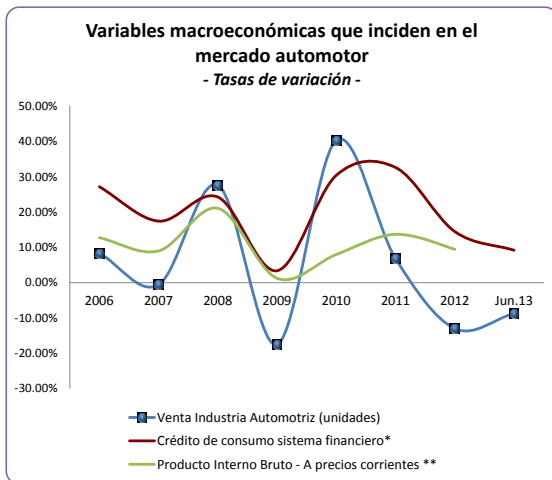
Diario El Comercio, "Vehículos nuevos deben contar con doble airbag", mayo 28, 2013

http://www.elcomercio.com/negocios/Vehiculos-nuevos-deben-contar-airbag_0_927507308.html

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

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%⁴ 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 meses⁵. 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 105.000⁶

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>
⁶ 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 directo⁷. 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.

⁷ General Motors, "Market Review", may.2013.