

Ecuador  
Emisión de Obligaciones

# Automotores de la Sierra S.A. (ASSA)

## Calificación

	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Cuarta Emisión de Obligaciones	AA	AA	N/A
Segunda Emisión de Papel Comercial	AA	AA	N/A

**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; **N/A:** No aplica

## Resumen Financiero

(Millones USD)	2013 (mayo)	2014 (mayo)
Activos	45.72	44.43
Ventas	43.97	39.32
Margen EBITDA (%)	6.07	5.00
ROA (%)	10.59	7.33
Deuda / Capitalización (%)	38.3	32.5
CFO / Deuda Fin CP	0.35	0.30
Cash + FCL / Deuda Fin CP	0.29	0.44
Deuda Financiera Total / FFO (x)	2.68	3.87

## Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA:  
(5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Xavier Navas:  
(5932) 226 9767 ext. 112  
[xnavas@bwratings.com](mailto:xnavas@bwratings.com)

## Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener la calificación de “AA” para las emisiones descritas. La calificación emitida 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 sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor. 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 que 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 decisión del comité considera el posicionamiento comercial de la empresa dentro de su área de influencia, la flexibilidad operativa y financiera existente y su capacidad para generar resultados y flujos operativos suficientes frente a sus requerimientos.

Se espera que en años subsiguientes el entorno económico no sea favorable para el sector automotriz, bajo la expectativa de que la demanda de vehículos se verá afectada por menor liquidez en la economía y restricciones para el financiamiento automotriz. Con estos supuestos, la compañía ha revisado sus proyecciones, las cuales reflejan una contracción importante en sus ventas. La empresa se encuentra trabajando en una estructura operativa más eficiente. ASSA se beneficia de flexibilidad operativa, propia de un negocio comercial, que le permite continuar generando una rentabilidad que aunque menor sigue siendo adecuada, y flujos operativos positivos.

En el año 2013 ASSA disminuye el peso de la deuda en relación a su generación, debido a que la empresa no incrementó su cartera comercial y utilizó parte de su flujo operativo para reducir su endeudamiento. De forma similar, para el 2014 y durante la vigencia de las emisiones calificadas se esperaría que la operación genere excedentes, ya que no se esperan nuevos requerimientos importantes de capital de trabajo ni inversiones significativas de capital, bajo la visión actual del entorno y estrategias que mantiene la Empresa. El flujo de caja libre permitirá por tanto disminuir el nivel de endeudamiento y mejorar la situación de liquidez de la empresa.

Los intereses provenientes de su cartera comercial han constituido un rubro de ingresos cada vez más importante para el emisor, llegando a representar sobre el 30% del EBITDA. No obstante, por estrategia de la administración en busca de reducir los niveles de deuda, ya no se financiará cartera como se lo hacía en períodos anteriores, sólo se lo hará para ventas extraordinarias.

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 amplio liderazgo. OBB, ensambladora local de la marca Chevrolet, es la mayor ensambladora ecuatoriana, lo que constituye una ventaja competitiva 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 otros cambios que pudieran darse en el entorno operativo.

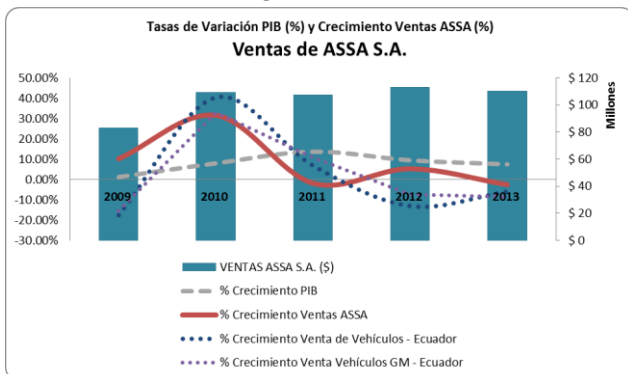
**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN Y PAPEL COMERCIAL**

DESCRIPCIÓN DE LA CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES		
Emisor:	ASSA (AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.)	
Monto	USD. 3.000.000	
Número de resolución	Q.I.MV.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. 1.375.050	USD. 1.405.313
Monto por colocar:	USD. 0	USD. 1.000
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:	16/12/2016	29/11/2017
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 Decevale 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	
Monto total:	USD. 2.000.000
Número de resolución	Q.I.MV.2013.5569
Fecha de Aprobación SIC:	13/11/2013
Fecha de Colocación:	28/11/2013
Fecha de Vencimiento del Programa:	03/11/2015
Monto en circulación:	USD. 1.916.030
Plazo del programa	2 años
Plazo (días)	Hasta 359 días
Pago de interés:	Cero cupón
Pago de capital:	Al vencimiento

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Gráfico 1



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR  
 \*Variación de PIB en valores corrientes, variación anual de ventas de ASSA, variación anual y ventas de ASSA en dólares americanos.

La industria automotriz es generalmente cíclica y su demandas es elástica. 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.

El comportamiento estable de la economía ecuatoriana y el incremento del PIB favorecieron el crecimiento del sector automotriz hasta el año 2010 y parte del 2011, año en el que alcanza un máximo histórico al vender 139 mil unidades.

En este año el crecimiento de las ventas se desacelera de forma importante y en el 2012 y 2013 las ventas en unidades de vehículos se contraen en 13% (18 mil unidades) y 6% (7 mil unidades), respectivamente. Esta reducción se compensa en dólares por el incremento en el precio promedio por vehículo vendido.

Desde el lado de la oferta, el dinamismo del sector se ha visto afectado por el incremento de impuestos, por exigencias técnicas y límites impuestos a la exportación de partes y piezas de vehículos. Desde el año 2012 rige la restricción cuantitativa a la importación de vehículos livianos, que se mantendría al menos hasta fines del 2014.

Desde el lado de la demanda, una menor liquidez en el entorno macroeconómico y en el sistema financiero también influye para la desaceleración del sector. Adicionalmente, para el 2015 se espera que en la reforma a las normas INEN, se exija que todos los vehículos incorporen mayores características de seguridad y por lo tanto se incremente el costo de la línea de vehículos más económica.

En el 2013 la marca que vendió mayor cantidad de vehículos en el país fue Chevrolet con 50.2 mil unidades (44.1%), seguido de Kia con 12.3 mil unidades (10.8%); Hyundai con 9.6 mil unidades (8.5%); Nissan con 6.6 mil unidades (5.8%) y Toyota con 6.4 mil unidades (5.6%). Otras marcas con participaciones menores son Ford, Hino, Renault, Volkswagen, GreatWall y Cherry entre otras<sup>1</sup>.

Según la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador, en el primer semestre del 2014 se habrían vendido 56,177 unidades, volumen muy similar al del mismo período del 2013 (56,235). Con respecto a su estructura, se aprecia un crecimiento en la venta de vehículos livianos (automóviles, camionetas, SUVs y VANs) y una caída en la comercialización de pesados (buses y camiones).

La perspectiva de crecimiento del sector para este y el próximo año es negativa debido a que se advierte un menor dinamismo por el lado de la demanda, ya que en función de los objetivos enunciados del Código Monetario y Financiero a ser aprobado en el mes de agosto de este año, se espera que el crédito, público y privado, sea

<sup>1</sup> Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (Aeade), Revista Líderes, 22 de enero de 2014.

dirigido por parte del Gobierno Nacional en función de la política económica nacional y objetivos de cambio de la matriz productiva. Para el crédito de consumo se esperan mayores restricciones y consecuentemente una menor disponibilidad del mismo en el sistema financiero ecuatoriano, lo cual afectaría a su vez la demanda.

**PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

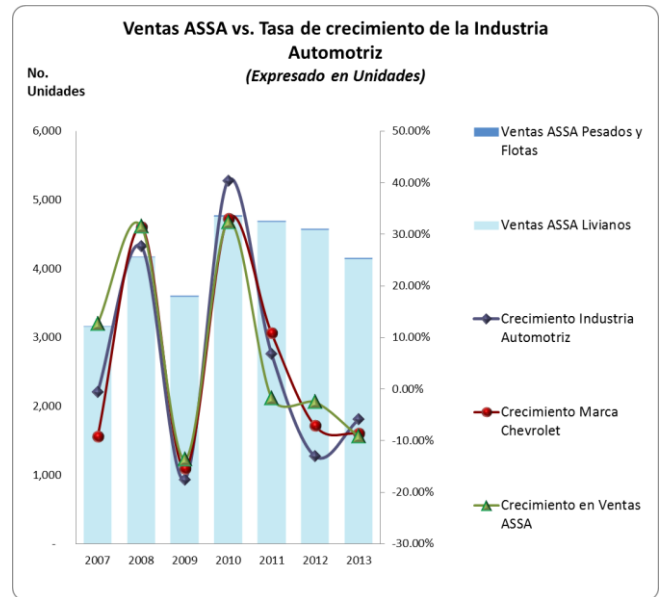
Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) es una empresa establecida en Ambato en 1960, como concesionario automotriz. Inicialmente manejó la marca Volkswagen en la zona. A partir de 1982 fue autorizada por General Motors para ser concesionaria de su marca Chevrolet, en la zona centro-sur del país (provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). ASSA cuenta con una nómina de 236 empleados y ocho puntos de venta (“ASO’s”) ubicados en Ambato (6, incluido un taller móvil), Riobamba (1), Latacunga (1). 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.

Una de las fortalezas de ASSA es que distribuye Chevrolet, la cual mantiene una posición de líder de mercado (2013: 44.1%; 2011: 42.5%), la misma que se ha visto reforzada en los últimos años tras las medidas gubernamentales implementadas. Tanto la marca Chevrolet como sus concesionarios se encuentran menos expuestos a los cambios suscitados en el entorno operativo en comparación con sus competidores. Existen actualmente varias marcas emergentes que han mostrado un comportamiento dinámico, afectando a competidores menores.

Como vendedor 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.

El proveedor principal de la compañía es General Motors del Ecuador (GME), tanto en vehículos importados como ensamblados localmente.

**Gráfico 2**



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

A may-2014 ASSA coloca en el mercado 1,417 unidades nuevas (may-2013: 1,709 unidades), las que representan el 3.0% (may-2013: 3.7%) de las ventas del mercado ecuatoriano y el 6.8% (may-2013: 8.3%) de las ventas de la marca Chevrolet en el período. Las ventas de ASSA, tanto en unidades como en porcentaje de participación sobre el mercado total y marca Chevrolet, comparan desfavorablemente con aquellas ventas realizadas y participación lograda en mayo pasado. ASSA mantiene una fuerte posición de mercado dentro de la marca Chevrolet aunque en el último año esta ha desmejorado.

ASSA participa en el mercado dentro de la Zona 3 que corresponde a: Zona Centro, Manabí, Austro y Zona Norte. ASSA mantiene una posición sólida en su zona de influencia que es la Zona Centro, la cual comprende las provincias de Tungurahua, Cotopaxi, Chimborazo y Bolívar; compartiendo plaza únicamente con Centralcar, que pertenece al mismo grupo de accionistas.

En la Zona 3 operan seis competidores en total. A may-2014 ASSA representa el 11.6% (may-2013:13.5%) de las ventas de la Zona 3, mientras su participación en las ventas de la marca Chevrolet en la Zona 3 fue de 26.7% (may-2013: 31.3%). Hasta may-2014 en la Zona 3 se han vendido 12,178 unidades de todas las marcas, el 25.9% del mercado nacional. Se evidencia una contracción en el volumen de ventas de ASSA en relación a mayo del 2013.

Si bien las restricciones impuestas han afectado el volumen de ventas de la compañía y el mercado en relación a años pasados, este se ha mitigado parcialmente con un incremento en el precio de los automóviles.

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

A más del apoyo que ASSA recibe de General Motors en el manejo de mercado y en la misma gestión, esta aprovecha 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. La participación de la línea de autos usados sobre ingresos totales cae en el primer semestre del 2014 (del 7.5% a dic-2013 a 5.7% a mayo-2014).

Un negocio adicional para ASSA es el financiamiento de cartera; el ingreso por este concepto ha sido importante para la empresa: en el año 2013, en relación al EBITDA operativo, el ingreso por este concepto representó el 34.6% y ha ganado importancia a lo largo del tiempo (2012: 30.0%). De acuerdo a las políticas establecidas se esperaría que este ingreso represente alrededor del 34% del EBITDA operativo en los próximos años con mayor rotación de la cartera y por lo tanto menores días de financiamiento. No obstante, la morosidad de la cartera también muestra una tendencia a incrementarse.

## ESTRUCTURA DEL GRUPO

ASSA mantiene inversiones en varias empresas, contabilizadas al método del Valor Histórico, por un monto que representa el 0.7% de los activos totales.

Empresa	Actividad	V.Libros (USD)	Participación
Ecuatrán	Transformadores Elect.	\$ 31,437	2.8%
Plan Automotriz Ecuatoriano S.A.	Servicios automotrices	\$ 25,385	2.3%
Otros	Diversas actividades	\$ 25,138	
<b>Total inversiones en acciones</b>		<b>\$ 81,960</b>	
<b>Inversiones en asociadas</b>			
Softsierra S.A.	Desarrollo Software	\$ 204,408	51.0%
Datasierra S.A.	Servicios CRM	\$ 24,271	20.0%
<b>Total General</b>		<b>\$ 310,639</b>	

A dic-2013, el saldo total por cobrar a relacionadas es USD 1.18 MM, de los cuales USD 851 M se mantienen como aportes para futuras capitalizaciones en Puntosierra S.A.; de acuerdo a las proyecciones no se esperan transferencias de fondos adicionales a las relacionadas. Por otra parte, la compañía mantiene un saldo por pagar de USD 283 M con compañías y partes relacionadas.

ASSA forma parte del grupo económico MEPAC de la Sierra, conformado por las empresas Proauto,

Mirasol, E. Maulme y Centralcar.

Adicionalmente, entre las empresas relacionadas por accionistas están: Autosierra S.A., Inmobiliaria de la Sierra - Puntosierra S.A., Llantasierra S.A. y Reencauchadora de la Sierra S.A., estas últimas tienen varios locales de venta de neumáticos.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

Al 31 de mayo del 2014 el patrimonio de ASSA suma USD 23.17 MM, el 47% corresponde a capital social. La estructura accionarial de ASSA refleja su origen familiar, la empresa tiene 20 socios accionistas individuales, clasificables de la siguiente forma:

Accionistas	Participación
Fideicomiso TIMI	61.2%
Pertenecientes 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%	2.9%

Las acciones del Fideicomiso TIMI corresponden principalmente a personas pertenecientes a la familia Sevilla.

Los accionistas de ASSA son profesionales con amplia experiencia en el mercado automotor e históricamente han apoyado a la Empresa a través de la capitalización de parte de sus utilidades.

En los últimos cinco años ASSA no ha mantenido una política estable de distribución de dividendos, aunque; desde el 2012 se mantiene una política de dividendos de máximo 50%, la misma que se ha cumplido. Los cambios en las decisiones de reparto de dividendos han influenciado positivamente los niveles de deuda en relación al EBITDA y al patrimonio tangible.

## ESTRATEGIAS 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 que está formado por la Presidencia Ejecutiva, la Gerencia General y otros socios de la Empresa. El Directorio participa activamente en las decisiones del negocio y es eficiente en establecer estrategias, políticas y controles.



Desde junio de 2010 ASSA cuenta con un Gerente General independiente <sup>2</sup>, nombrado por el Directorio.

Los administradores de la empresa son profesionales con experiencia y formación adecuada y han mostrado fortalezas al implementar con éxito las estrategias y cumplir su gestión. ASSA cuenta con un plan de sucesión bien establecido.

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, clara y está auditada a fin de cada año, por una firma reconocida.

En cuanto a la infraestructura informática, la contabilidad de los distintos puntos de venta se encuentra totalmente integrada; la empresa desarrolló un software para manejar todos sus procesos principales. Para el manejo de 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 las cuotas de entrada, 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 de 24 meses, en casos extraordinarios se pueden extender hasta 48 meses para programas especiales.

ASSA 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.

En cuanto a las estrategias, se esperan cambios importantes en el 2014 en respuesta a los cambios suscitados en el entorno y en la demanda. A inicios de este año la empresa ha revisado sus proyecciones para el año 2014 y años subsecuentes debido a la desaceleración del dinamismo del país y potenciales cambios en el sistema financiero nacional. Bajo este nuevo entorno, se espera una disminución de ventas de 20.5%.

En vista de aquello, ASSA buscará en este año reducir el costo estructural de la empresa para contrarrestar la menor generación operativa; entre

otras cosas se eliminarán estructuras de servicios, como el taller móvil, vehículos de remolque, y personal de apoyo.

Adicionalmente, existirá un cambio en la estrategia de ventas de la compañía, con un modelo de gestión enfocado a la prospección, así como la maximización de la visita de los clientes al concesionario para el cierre de las ventas.

El área de crédito de la empresa se ha reorganizado hacia la recuperación, bajo una política más dura. Se ha instaurado el Comité de Crédito para la administración del crédito y se ha reducido el plazo de tolerancia antes de iniciar la acción legal para la recuperación de vehículos.

La empresa desea manejar más liquidez dentro de su estructura financiera, la cual provendrá en parte de la liberación de recursos dedicados al financiamiento directo de vehículos. El volumen mensual de colocación se ha reducido desde el 2013, canalizando la diferencia hacia el sistema financiero.

Asimismo, se planifica reducir el inventario de vehículos, y especialmente de los pesados, y realizar menor cantidad de pedidos de vehículos, lo que también se reflejaría en un menor financiamiento de inventario.

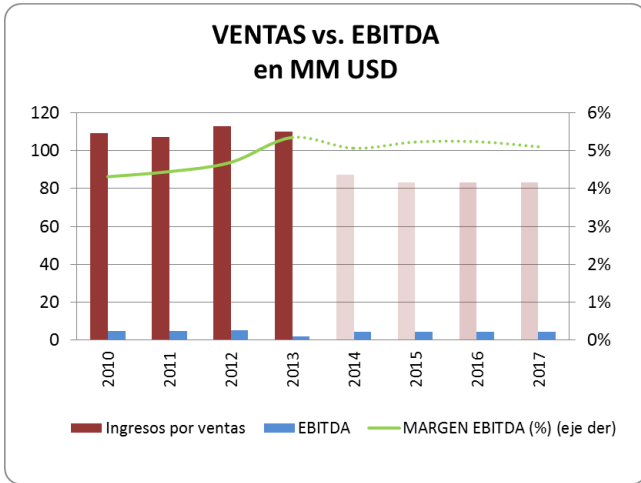
## PERFIL FINANCIERO

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros de Automotores de la Sierra S.A., auditados del período 2008-2013 por la firma PricewaterhouseCoopers, presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a partir del 2010, los cuales no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 31 de mayo de 2014. Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron actualizadas por ASSA y recibidas por BWR en el mes de julio-2014

<sup>2</sup>

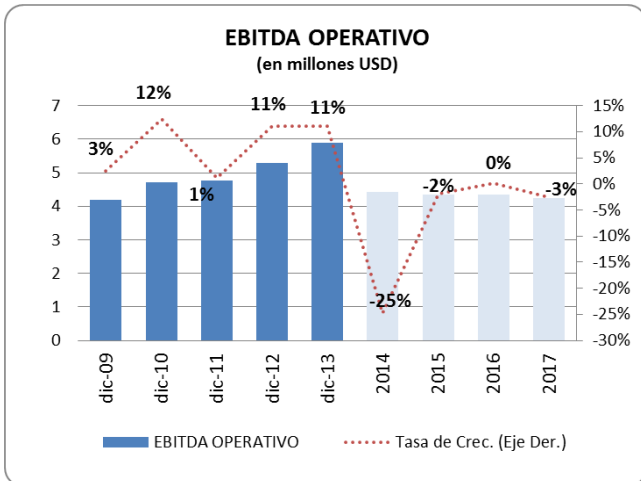
**Gestión Operativa y Tendencias**

**Gráfico 3**



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

**Gráfico 4**



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

ASSA es generadora de flujos operativos positivos en todos los períodos históricos analizados. La principal fuente de ingresos para la empresa proviene de la comercialización de vehículos nuevos, a mayo-2014 esta representa el 82.2% del total de ingresos por venta de autos y prestación de servicios. No obstante, las líneas de repuestos (9.3%), principalmente, y vehículos usados (5.7%) han ganado participación en los últimos años.

Los intereses ganados a través de la cartera comercial representan el 2.1% de los ingresos operativos totales.

Los resultados de la gestión presentan tendencia creciente hasta el año 2013. No obstante, ASSA prevé que en los próximos años el entorno económico será desfavorable para el sector, por lo que se ha realizado una proyección que considera una reducción de 20.5% en las ventas del 2014 frente al año anterior y el mantenimiento del entorno en los siguientes años. Dicha estimación

probablemente sea conservadora considerando que en los primeros cinco meses del año se aprecia una reducción en ventas de 10.6% frente al mismo período del año anterior.

En el 2013 el número de unidades vendidas por ASSA se redujo en 9.2%; no obstante el aumento en el precio promedio de los vehículos derivó en un ligero crecimiento en ventas en dólares de 2.7%. A pesar del bajo crecimiento, el EBITDA operativo creció en el año en 11%, gracias a mayores ingresos financieros por su cartera comercial.

En el año 2013 el EBITDA operativo creció 11% (USD 590) tal y como se puede ver en el gráfico #5. El incremento se debe a un aumento en el precio promedio de los vehículos y no a un aumento en el número de unidades vendidas. De dic-2012 a dic-2013 el número de vehículos vendidos se contrae en 9.2% (421 unidades).

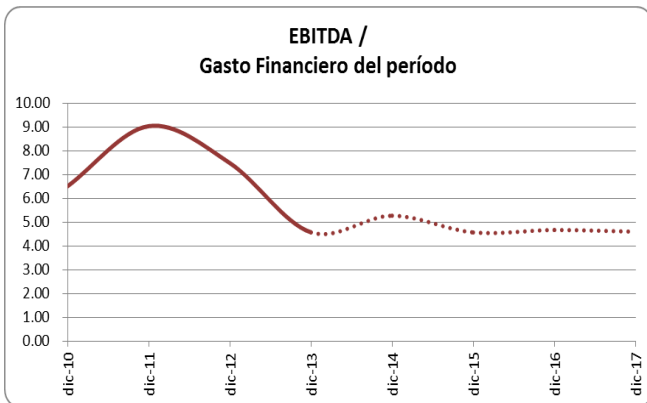
A pesar del decrecimiento esperado en términos absolutos del EBITDA operativo a partir del 2014, se espera que tanto el margen EBITDA como el margen bruto del negocio se mantengan relativamente estables.

El margen bruto del negocio es bastante estable, ya que los incrementos en el costo de los vehículos por parte GM se han transferido históricamente al precio final del mismo. Además, GME se ha caracterizado por brindar facilidades y descuentos a sus concesionarios.

A mayo-2014 y a dic-2013 (7.37% y 7.02%) se observa un peso del egreso operativo en relación al ingreso operativo dentro de sus niveles históricos. Por ser un negocio primordialmente comercial la mayoría de costos y gastos son variables, otorgándole a la empresa flexibilidad operativa. En el 2014 ASSA ejercerá mayor control sobre gastos administrativos y se eliminará la estructura de servicios auxiliares. Por esta razón, se espera que esta relación disminuya a 6.80% y 6.60% para los próximos años.

El gasto financiero a dic-2013 es de USD 1.23 MM, evidenciando un aumento significativo en relación al año anterior (USD 708 M) relacionado al costo de la emisión de obligaciones y papel comercial. La relación entre el EBITDA y el gasto financiero presenta una tendencia a la baja a partir del año 2012. En gran parte, esto se debe al incremento del gasto financiero de la empresa año a año. A dic-2013 el EBITDA 4.57 veces el gasto financiero del año, en el 2012 fue de 7.48 veces. De acuerdo a las proyecciones se esperaría que en años subsiguientes este margen se mantenga alrededor del 5%, ya que ASSA buscará reducir su deuda.

Gráfico 5



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

En el año 2013 la rentabilidad sobre patrimonio promedio (ROE) fue de 14.9% y la rentabilidad sobre activos promedios (ROA) fue de 7.71%. A mayo-2014 estos indicadores son de 14.9% y 7.3% respectivamente, sin tomar en cuenta la participación de empleados e impuesto a la renta que se calculará sobre la utilidad anual. Se prevé que en los cuatro períodos subsiguientes estos indicadores se mantengan en un promedio de 9.1% y 5.6%, respectivamente.

**Estructura del Balance**

**ACTIVOS**

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	may-14
Total Activo Corriente	65%	63%	55%	64%	70%
Fondos Disponibles	5%	4%	5%	9%	6%
CxC Comerciales	38%	43%	31%	32%	35%
Inventarios Neto	20%	13%	15%	19%	23%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	2%	1%	3%
Gastos anticipados	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo No Corriente	35%	37%	45%	36%	30%
Propiedades	19%	23%	18%	18%	18%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	1%	1%	1%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**PASIVOS**

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	may-14
Total Pasivo Corriente	49%	35%	38%	40%	38%
Deuda Financiera CP	26%	11%	18%	20%	17%
Deuda Comercial	13%	15%	16%	11%	18%
Otros Pasivos CP	49%	26%	25%	37%	5%
Total Pasivo LP	6%	12%	16%	10%	10%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>44%</b>	<b>54%</b>	<b>46%</b>	<b>50%</b>	<b>52%</b>

Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

ASSA ha sido históricamente generadora de flujos de operación positivos, aunque en varios períodos las necesidades de capital de trabajo han sido importantes, principalmente por el crecimiento de las cuentas por cobrar comerciales; esto ha hecho

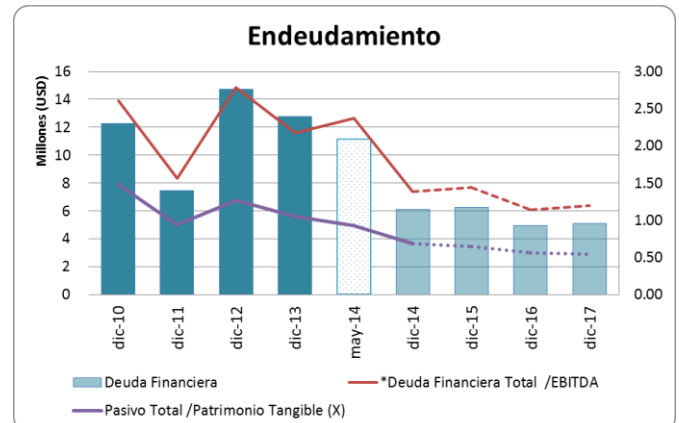
que la Empresa acuda a fondos de terceros, ya sea bajo la figura de deuda financiera o venta de cartera comercial con recurso.

En el 2013 este comportamiento se revierte ya que ASSA reduce la colocación de cartera comercial, consiguiendo así un flujo de caja operativo (CFO) positivo. En dicho período la empresa no realiza tampoco inversiones importantes de capital en el año y paga dividendos por el 42% de la utilidad del año anterior, lo cual permite llegar a un flujo de caja libre positivo de USD 2.9mm. Estos recursos fueron utilizados en su mayoría para incrementar los recursos líquidos de la Empresa y disminuir la deuda financiera.

De forma similar, para el 2014 y durante la vigencia de las emisiones calificadas se esperaría que la operación genere excedentes, ya que no se esperan nuevos requerimientos importantes de capital de trabajo ni inversiones significativas de capital, bajo la visión actual del entorno y estrategias que mantiene la Empresa. En el gráfico No. 8 “Comportamiento del Flujo de Caja”, se pueden apreciar las expectativas de generación y uso de fondos de la Empresa durante los próximos años.

La tendencia de los indicadores de endeudamiento se muestra en el gráfico No. 6 “Endeudamiento”, el cual indica que el indicador de deuda financiera sobre EBITDA disminuirá progresivamente en los años subsiguientes. De acuerdo a las proyecciones, se espera que el indicador disminuya a niveles por debajo del promedio histórico. El indicador de pasivo total sobre patrimonio tangible presenta una tendencia positiva a disminuir y se espera que se mantenga en niveles conservadores en los próximos años considerando la disminución de la deuda y el aumento del patrimonio.

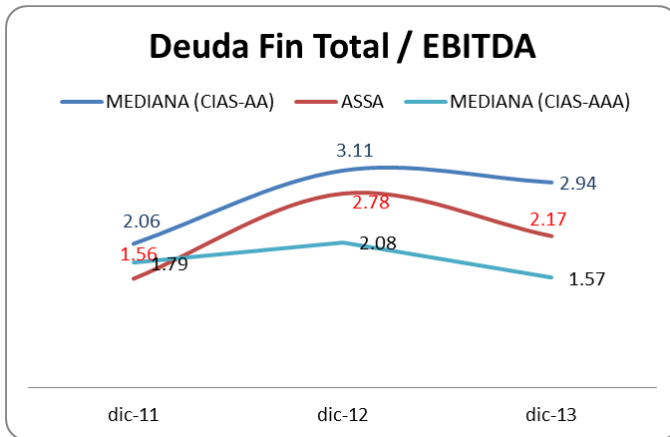
Gráfico 6



\*A mayo-2014, el indicador contempla un EBITDA anualizado.

Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

Gráfico 7

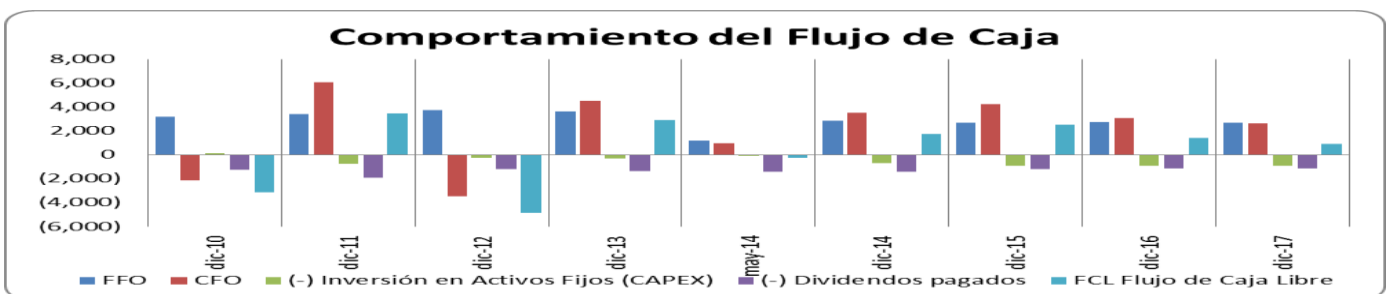


Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

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 dic-2013 y may-2014 la deuda se mantiene en los niveles históricos (USD 12.77 MM y USD 11.18 MM respectivamente). Se esperaba un decrecimiento en la deuda durante el año 2013 por la venta de cartera sin recurso; sin embargo, parte de la venta de la cartera solamente se la pudo realizar con recurso.

Es importante mencionar que para efectos del análisis no hemos considerado como deuda financiera los saldos adeudados a Produbanco (USD 6.198 M a may-2014), ya que este pasivo mantiene la misma figura de un crédito otorgado por un proveedor. Las compras de vehículos a General Motors que realiza ASSA son financiadas en un 100% por GME, a través de un fideicomiso administrado por Fiducia, con un convenio de cobro por medio de Produbanco. Dicha línea de crédito no tiene costo durante los primeros 30 días, y su cupo aprobado es de USD 6.85 MM para vehículos livianos y pesados. Por la naturaleza de esta deuda, se espera que esta se cancele sincronizadamente con la venta del inventario que financia, sin requerir por tanto flujos provenientes de la gestión operativa de la Empresa.

Gráfico 8



También es importante mencionar que los estados financieros analizados a mayo-2014 incorporan dentro de las cuentas por cobrar al saldo insoluto de la cartera comercial vendida con recurso (USD 5.6mm) y como deuda financiera al contingente generado por esta transacción (USD 4mm). Este pasivo, que representa aproximadamente el 36.4% de la deuda financiera analizada, se iría reduciendo conforme la cartera se vaya recuperando, por lo que su pago no dependería de la generación de la empresa siempre que, por las cláusulas del recurso, la porción morosa de la cartera que la respalda tenga que recomprarse. Dadas las condiciones de los contratos de venta de cartera con recurso, es poco probable que esto suceda en porcentajes significativos.

Deuda Financiera: Estructura USD M

Al 31 de mayo de 2014	Corto plazo	Largo plazo	Total
Obligaciones bancarias	1,793	(0)	1,793
Emisiones con mercado de valores	3,509	934	4,444
Pasivo contingente por venta de cartera con recurso	1,467	2,598	4,065
Otros	875		875
<b>Total</b>	<b>7,645</b>	<b>3,532</b>	<b>11,177</b>

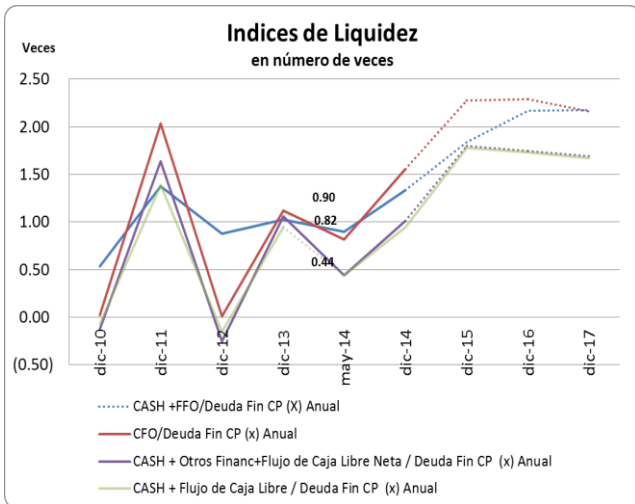
Con respecto a la estructura de fondeo, el 68.4% de la deuda financiera es de corto plazo. La porción de largo plazo corresponde principalmente al pasivo derivado de la venta de cartera con recurso, y en menor proporción a la porción de la emisión de obligaciones vigente que vence entre junio-2015 y noviembre-2017, mientras que en el corto plazo se encuentra toda la deuda con instituciones financieras, el saldo en circulación del papel comercial y las porciones corrientes de la deuda de largo plazo. A mayo-2014, se ha colocado la totalidad del papel comercial (USD 2 MM) y USD 2.999 M de las series A y B de la cuarta emisión de obligaciones.

Considerando la disminución esperada de las ventas durante el 2014 y en los próximos años, además del cambio de políticas en cuanto a la entrega de financiamiento, esperamos que durante el 2014 la deuda decrezca en aproximadamente USD 5 MM frente al saldo actual. Si es que al contrario de lo esperado, el mercado se dinamizara, probablemente la empresa requerirá recursos para financiar el crecimiento del negocio; bajo dicho escenario esperaríamos una disminución menos pronunciada del endeudamiento aunque con la misma tendencia.

No se esperan inversiones importantes de capital y el reparto de dividendos está limitado por los resguardos de la emisión. Por tanto no se repartirán dividendos por más del 50% de la utilidad de ejercicio.

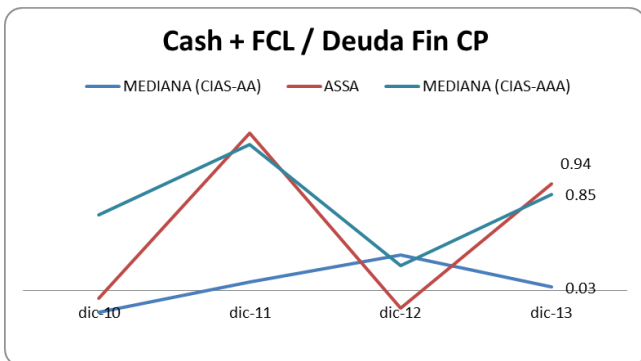
**Capacidad de Pago y Liquidez**

**Gráfico 9**



Fuente: Automotores de la Si  
Elaboración: BWR Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

**Gráfico 10**



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

La evolución de la liquidez de la empresa en el tiempo está principalmente relacionada con su necesidad de financiar cartera comercial lo cual es una de las razones para generar flujos operativos negativos. La disminución de los recursos

destinados a esta actividad en el 2013 y en lo que va del 2014 ha permitido la existencia de un flujo de caja operativo positivo y una mejora de los indicadores de liquidez en dichos períodos.

En mayo-2014 se requiere financiar el 56% de la deuda de corto plazo. No obstante, de esta el 36.4% corresponde al pasivo contingente relacionado a la cartera vendida con recurso, misma que en condiciones normales se pagará con la recuperación de la misma cartera vendida, reduciendo así el riesgo de refinanciamiento.

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 permite acceder a financiamiento en el sistema financiero y por la calidad crediticia de la Empresa que le otorga alternativas en el mercado de valores.

Se esperaría que conforme la empresa utilice su flujo de caja libre para reducir el nivel de deuda, los indicadores de liquidez muestren una tendencia a mejorar.

A la fecha de análisis el 68% de las obligaciones financieras se concentra en el corto plazo. Se espera que a dic-2014 este porcentaje disminuya al 47%. No obstante, se espera que la reducción proyectada de la deuda se concentre en la porción de corto plazo mejorando la estructura de plazos del pasivo hacia fines del 2014.

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

<b>Fecha de corte</b>	may-14
<b>Activo Líquido (USD M)</b>	3,980,251.43
<b>Activo Ajustado (USD M)</b>	44,094,072.65
<b>Activo Total (USD M)</b>	44,425,440.65

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	1,300,656.73	1,300,656.73	3.06	33.90
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	17,505,569.75	18,806,226.48	0.21	2.34
3era	Deuda sin garantía específica de balance	2,454,864.16	21,261,090.64	0.19	2.07
<b>TOTAL</b>		<b>21,261,090.64</b>	<b>21,261,090.64</b>	<b>0.19</b>	<b>2.07</b>

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 entregado 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 cuarta emisión de obligaciones cuenta con resguardos adicionales a los de la 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 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-13	may-14	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de las utilidades netas.	42%	41%	44%	50%	50%	50%
2. Mantener una relación Pasivo total/Patrimonio tangible inferior a 2.	1.05	0.93	0.68	0.65	0.56	0.54

Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR

El primer resguardo, ASSA lo ha cumplido siempre; y de acuerdo a las proyecciones continuaría haciéndolo.

Igualmente el segundo resguardo se ha venido cumpliendo continuamente y se espera siga por niveles debajo del 2 máximo que establece el contrato.

En el caso del papel comercial, este no tiene resguardos adicionales.

**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 4 MM en el mercado de valores.

La segunda emisión de obligaciones por USD 1.5 MM 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; en may-2014 se cancela la totalidad de la

emisión dentro del plazo y forma establecido.

La cuarta emisión de obligaciones se aprobó el 19 de noviembre de 2013 por USD 3 MM; al cierre de mayo de 2014 han sido colocados USD 1.500 M de la Serie A y USD 1.499 M de la Serie B.

La segunda emisión de papel comercial se comienza a colocar el 28 de noviembre de 2013, hasta el cierre de mayo se ha colocado la totalidad de la emisión por USD 2 MM.

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

**Automotores de la Sierra S.A.**

PROYECTADOS

(Miles de USD)	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	may-14	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
<b>Resumen de Resultados</b>									
Ventas	109,151	107,141	112,832	109,968	39,324	87,408	83,042	83,042	83,042
% crecimiento	31.6%	-1.8%	5.3%	2.6%	-16.4%	-20.5%	-5.0%	0.0%	0.0%
0	10.0%	10.2%	10.2%	10.3%	9.5%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,710	4,768	5,296	5,886	1,968	4,428	4,344	4,352	4,241
MARGEN EBITDA (%)	4.3%	4.5%	4.7%	5.4%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,710	4,768	5,296	5,886	1,968	4,428	4,344	4,352	4,241
MARGEN EBITDAR (%)	4.3%	4.5%	4.7%	5.4%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,523	4,450	4,791	5,232	1,838	3,565	3,546	3,540	3,402
MARGEN EBIT (%)	4.1%	4.2%	4.2%	4.8%	4.7%	4.1%	4.3%	4.3%	4.1%
Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-1,288	-765	-841	-952	-933	-923
Impuestos a la renta	-794	-827	-835	-961	0	-708	-682	-689	-653
UTILIDAD NETA	3,149	3,170	3,453	3,158	1,386	2,369	2,282	2,307	2,187
<b>Resumen Balance</b>									
Caja y Equivalentes de Caja	40,449	35,605	46,311	46,293	44,425	39,733	40,797	40,627	41,783
Capital de Trabajo	18,410	14,626	13,771	18,052	18,196	18,522	17,139	16,748	16,758
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,338	15,310	14,321	14,622	15,727	14,752	14,015	14,041	14,051
Inventarios	8,175	4,757	6,810	8,720	10,352	10,085	9,373	8,957	8,957
Cuentas por Pagar Proveedores	5,103	5,441	7,360	5,290	7,883	6,315	6,250	6,250	6,250
Deuda Financiera Total	12,253	7,436	14,725	12,772	11,177	6,109	6,241	4,936	5,086
Otros Pasivos	5,237	3,619	2,868	5,053	2,200	3,161	3,061	3,030	3,003
Patrimonio	17,856	19,108	21,360	23,179	23,165	24,148	25,245	26,411	27,445
Patrimonio Tangible	15,211	17,555	19,672	21,957	22,833	22,857	24,041	25,241	26,340
<b>Resumen Flujo de Caja</b>									
EBITDA OPERATIVO	4,710	4,768	5,296	5,886	1,968	4,428	4,344	4,352	4,241
(-) Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-1,288	-765	-841	-952	-933	-923
(-) Impuesto a la renta del período	-794	-827	-835	-961	0	-708	-682	-689	-653
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3,192	3,413	3,753	3,636	1,202	2,880	2,711	2,730	2,664
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,322	2,663	-7,230	864	-259	640	1,521	368	-44
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,130	6,076	-3,477	4,500	944	3,520	4,232	3,098	2,621
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	189	303	350	176	313	352	369	388	362
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-45	-228	-145	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	-122	-122	-105	0	0	1	2
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,266	-1,918	-1,201	-1,340	-1,400	-1,386	-1,184	-1,141	-1,153
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	122	-755	-253	-321	-7	-717	-913	-924	-934
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0	1	2
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,131	3,478	-4,848	2,894	-255	1,769	2,504	1,424	900
Margen de Flujo de Caja Libre %	-2.9%	3.2%	-4.3%	2.6%	-0.6%	2.0%	3.0%	1.7%	1.1%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	312	-4,817	7,289	-1,953	-1,595	-6,663	132	-1,304	150
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-573	1,018	-795	1,089	25	192	87	37	70
OTRAS INVERSIONES NETO	-101	74	-229	229	-20	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-3,493	-247	1,417	2,258	-1,844	-4,702	2,723	157	1,120
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,887	2,395	2,149	3,566	5,825	5,825	943	3,665	3,814
<b>Indicadores</b>									
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.41	7.46	6.30	3.82	2.57	4.43	3.85	3.93	3.89
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	6.51	9.03	7.48	4.57	2.57	5.27	4.56	4.67	4.59
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.51	9.03	7.48	4.57	2.57	5.27	4.56	4.67	4.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	2.60	1.56	2.78	2.17	2.37	1.38	1.44	1.13	1.20
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	2.09	1.11	2.11	1.18	1.52	1.17	0.59	0.26	0.04
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	41%	28%	41%	36%	33%	20%	20%	16%	16%
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.54	1.37	0.88	1.02	0.90	1.34	1.84	2.17	2.18
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.20)	1.50	(0.42)	0.49	0.30	1.23	1.22	1.03	0.75
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.07)	1.39	(0.15)	0.94	0.44	0.95	1.78	1.73	1.67
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.13)	1.64	(0.25)	1.06	0.44	1.01	1.80	1.75	1.69



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2014.