

Ecuador  
Emisión de Obligaciones

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

## Calificación

	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo 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

**Ultimo 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 (dic)	2014 (nov)
Activos	46.293	45.459
Ventas	109.97	90.83
Margen EBITDA (%)	5.35	4.85
ROA (%)*	6.82	8.41
Deuda /Capitalización (%)	35.5	28.5
CFO / Deuda Fin CP*	0.49	0.45
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP*	0.46	0.18
Deuda Financiera Total /FFO (x)	3.51	2.79

\* Indicador de noviembre anualizado

## Contactos:

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

Verónica Molina, MBA IP  
(5932) 226 9767 ext. 110  
[jmolina@bwratings.com](mailto:jmolina@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.

La decisión del comité se fundamenta en que en nuestro criterio la posición actual de la empresa le permitirá ajustarse y continuar manteniendo una generación operativa suficiente en el escenario contractivo que se espera a futuro. ASSA durante 2014 ya llevó a cabo ajustes estratégicos que le permiten enfrenar de mejor manera la caída en el mercado. Adicionalmente, la empresa mantiene una estructura operativa con un importante componente variable, que la hace flexible.

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 liderazgo importante.

OBB, ensambladora local de la marca Chevrolet, es la mayor ensambladora ecuatoriana, lo que constituye una ventaja competitiva tanto por cupos y aranceles, como por la red integrada que opera. En consecuencia, la marca y sus concesionarios están menos expuestos a las últimas regulaciones y a otros cambios que pudieran darse en el entorno operativo.

ASSA tradicionalmente genera EBITDA adecuados, así como resultados de gestión positivos, e indicadores de rentabilidad atractivos. No obstante, con la contracción del negocio prevista para 2015, las proyecciones de la compañía reflejan una reducción importante en las ventas. Situación que presionará también sus márgenes. Frente a esto, la empresa está adecuando su estructura para reducir los gastos operativos y mitigar el impacto de las nuevas regulaciones.

Los intereses por financiamiento de cartera han constituido históricamente un rubro de ingresos importante para el emisor, llegando a representar sobre el 30% del EBITDA. No obstante, por estrategia de la administración, se va a reducir el financiamiento de más de 60 días, lo que impacta en la generación futura de ingresos operativos, y por tanto el margen operativo del negocio.

ASSA va a requerir menores niveles de endeudamiento, debido a que va a requerir menos fondeo para su ciclo operativo. En 2014, la deuda de la compañía se ha reducido; para 2015, al vender menos vehículos y modificar las políticas de crédito los requerimientos de capital disminuirán significativamente. Con la disminución de pasivos se espera que la liquidez de la empresa mejore, especialmente considerando que se planea reducir el endeudamiento a corto plazo.

## CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

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.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. 1.031.063	USD. 1.311.625
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 Garantía:	
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 Cia. Ltda.	

DESCRIPCIÓN DE LA SEGUNDA EMISIÓN DE PAPEL	
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. 1.425.751
Plazo del programa	2 años
Plazo (días)	Hasta 359 días
Pago de interés:	Cero cupón
Pago de capital:	Al vencimiento

## HECHOS RELEVANTES

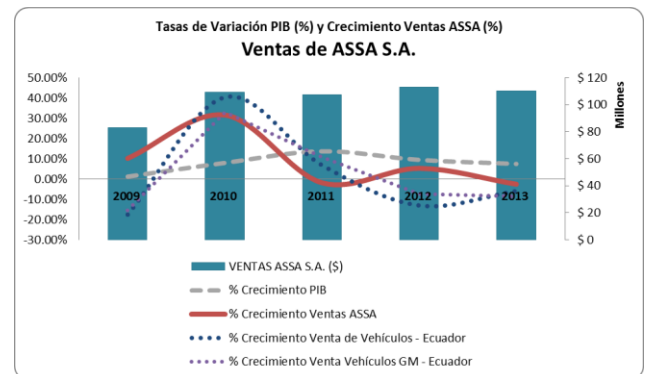
Mediante Resolución No. 049-2014, el Comité de Comercio Exterior (Comex) resolvió prorrogar hasta el 31 de diciembre de 2015 la vigencia de las Resoluciones de Comex No. 65 y 66 del año 2012 y 011-2014, así como sus respectivas reformas. Dichas resoluciones establecen cupos a las importaciones tanto de vehículos y CKDs.

En esta última resolución, se aprueba un nuevo régimen de cupos tanto para la importación de autos como para las partes o CKD para su ensamblaje; en consecuencia se reducen una vez más los cupos por marcas para vehículos, partes y piezas.

El impacto esperado de la medida antes citada en la situación económica y financiera de Automotores de la Sierra se recoge en el presente informe.

## 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.

Desde el año 2012 el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen nuevas normas técnicas que encarecen los vehículos y dificultan el proceso, mayores impuestos y cupos de importación. Por este motivo las ventas de vehículos en unidades se contraen en 2012 y en 2013 en 13% y 6%, respectivamente. De acuerdo a datos del sector, en 2014 se vendieron 119.9M unidades nuevas, valor ligeramente mayor a las 113,812 unidades vendidas en 2013.

Durante estos años de control de importaciones, la reducción de unidades se ha compensado en dólares por el incremento en el precio promedio por vehículo vendido, y a futuro esperamos que este comportamiento se mantenga parcialmente. Chevrolet es la marca líder en el mercado nacional, y a futuro mantendría su posición, como resultado de los fuertes controles de mercado, que generan un statu quo para los mayores oferentes.

En el 2015 se espera una caída de cerca de 50% en la oferta de vehículos nuevos, debido a la restricción cuantitativa a la importación de vehículos livianos que, como se indicó anteriormente, fue endurecida en este año, reduciendo fuertemente los cupos de importación de vehículos y agregando una restricción cuantitativa a la importación de CKD's. Dicha normativa disminuye el cupo de importación de vehículos en más de 50%, y limita la importación de CKDs en un poco más de 20%. La diferencia de porcentajes beneficia a las marcas que utilizan ensamblaje local, como General Motors.

Adicionalmente, para el 2015 la reforma a las normas INEN exige mayores características de

seguridad, y por tanto incrementa el costo promedio de la línea de vehículos más económica.

La perspectiva de crecimiento del sector es negativa adicionalmente debido a que a través del Código Monetario y Financiero aprobado en el septiembre de 2014, el Gobierno tiene la facultad de dirigir el crédito público y privado 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 de darse tendría a un efecto a su vez la demanda.

Según la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador se aprecia un mayor crecimiento en la venta de vehículos livianos (automóviles, camionetas, SUVs y VANS) que en la comercialización de pesados (buses y camiones). Esta tendencia podría revertirse debido a que la importación de estos últimos no se encuentra restringida.

**PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

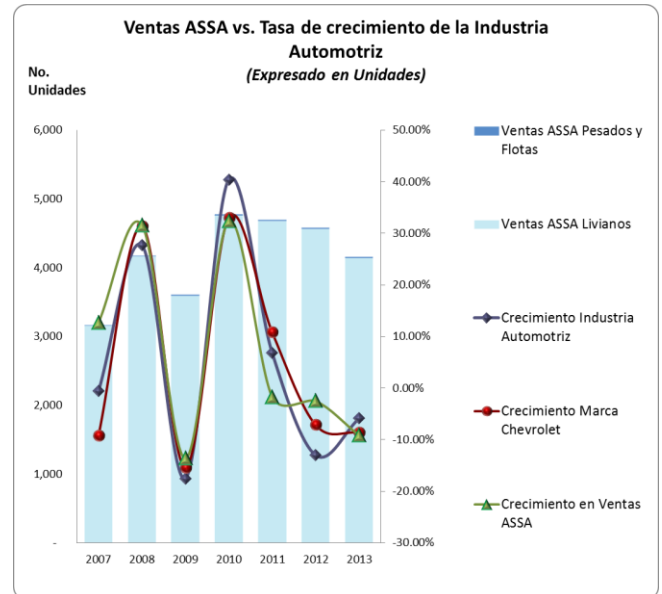
Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) es una empresa establecida en Ambato en 1960, como concesionario automotriz. Inicialmente manejó la marca Volkswagen en la zona. A partir de 1982 fue autorizada por General Motors para ser concesionaria de su marca Chevrolet, en la zona centro-sur del país (provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). A nov-14, ASSA cuenta con una nómina de 256 empleados y siete puntos de venta (“ASO’s”) ubicados en Ambato (5), 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.

El ser distribuidor de automotores GM constituye una fortaleza para ASSA; debido a que Chevrolet mantiene una posición de líder de mercado (2014: 44.6%; 2013: 44.1%; 2012: 45.4%; 2011: 42.5%), la misma que se ha visto reforzada en los últimos años tras las medidas gubernamentales implementadas para el mercado automotor. En consecuencia, tanto la marca Chevrolet como sus concesionarios se encuentran menos expuestos a los cambios suscitados en el entorno operativo en comparación con sus competidores.

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 en unidades ensambladas localmente.

**Gráfico 2**



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

Si bien las restricciones impuestas han presionado la oferta de vehículos, el volumen de ventas de ASSA no ha caído al ritmo promedio del mercado; dicha situación se explica porque a través de precios se ha mitigado parcialmente la reducción de unidades.

Históricamente, el efecto de las restricciones impuestas en la reducción de la importación de vehículos ha sido menor para la marca Chevrolet que para el resto de marcas, ya que aproximadamente el 80% de sus productos son ensamblados en el país.

La normativa actual reduce el cupo de importación de la marca Chevrolet en 57% y fija un límite de importación de CKD’s, 22% más bajo que lo utilizado en 2014. Dada la ventaja de GM como ensamblador local, se esperaría una caída aproximada de 25% en las ventas de la marca Chevrolet a nivel nacional, lo que le permitiría incrementar su participación de mercado.

A nov-2014 ASSA colocó en el mercado 3256 unidades nuevas, las que representan el 3.0% de las ventas del mercado ecuatoriano y el 6.7% de las ventas de la marca Chevrolet en año. ASSA mantiene una fuerte posición de mercado dentro de la marca Chevrolet, en consecuencia recibió comisiones por buen desempeño de parte de Omnibus BB.

Adicionalmente, ASSA recibe el apoyo de General Motors en el manejo de mercado y en la misma



gestión, aprovecha los sistemas de información y control de su proveedor.

ASSA participa en el mercado dentro de la Zona 3 que corresponde a: Zona Centro, Manabí, Austro y Zona Norte. La empresa 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.

ASSA maneja cuatro líneas de negocios, dentro de las cuales, la línea de vehículos nuevos es la de mayor importancia, seguida por la de repuestos. La participación de la línea de autos usados sobre ingresos totales a nov-14 fue del 5.5% y no alcanzó punto de equilibrio; la Administración decidió salir de ella y al cierre de 2014 va a salir del balance de la compañía.

Un negocio adicional para ASSA, asociado a la venta de vehículos nuevos, es el financiamiento de cartera; el ingreso por este concepto ha sido históricamente importante para la empresa; en relación al EBITDA operativo, el ingreso por intereses de cartera representa a nov-14 el 43% (38% a dic-13). De acuerdo a la estrategia para 2015, se mantendría el crédito directo de corto plazo, hasta 60 días, de manera que la generación de intereses va a presionarse por los menores días de financiamiento.

## ESTRUCTURA DEL GRUPO

ASSA forma parte del grupo económico MEPAC, 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.

ASSA mantiene inversiones en varias empresas, contabilizadas al método del Valor Histórico, por un monto que representa el 0.7% de sus 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>	

El saldo total por cobrar a relacionadas a nov-2014 es USD 1.7MM, de los cuales USD 845M 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.

## ACCIONISTAS Y SOPORTE

Al 30 de noviembre del 2014 el patrimonio de ASSA suma USD 25.32MM, el 43% 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 y actualmente forma parte de los resguardos de la emisión de obligaciones vigente. Los niveles de retención 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 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 es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

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 establecidas sobre las cuotas de entrada, plazos máximos, seguros, garantías, etc.

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 operaciones son aprobadas y monitoreadas por el Directorio.

En cuanto a las estrategias, estas responden a los cambios en el mercado automotor, tanto en normativas de seguridad, como en disposiciones del Comex. En el 2014 ASSA racionalizó sus gastos operativos, eliminando estructuras de servicios, como el taller móvil, vehículos de remolque, y personal de apoyo, previendo un posible incremento de riesgo en el mercado. También optó por medidas más conservadoras en el otorgamiento de crédito directo.

Las políticas actuales se han endurecido con respecto a años anteriores fijando la cuota de entrada mínima en 30% y el plazo máximo de 60 días, únicamente ofreciéndola como una operación temporal mientras el cliente tramita su crédito en una institución financiera local. Esto tiene un efectivo positivo en la liquidez de la empresa.

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.

En 2014, la empresa también reduce gastos asociados a servicios adicionales, remolques, taller móvil y personal de apoyo; consiguiendo mejoras en sus niveles de eficiencia.

Esperamos que las ventas de ASSA se reduzcan en el 2014 en aproximadamente 9.2%. Para el 2015 la empresa prevé que las nuevas regulaciones en cupos de importación generen una contracción de 17.96% en sus ventas en dólares, porcentaje menor a la caída esperada de las ventas de la marca Chevrolet a nivel nacional, que es de aproximadamente 25%. El porcentaje anterior incluye también el cierre de la línea de negociación de autos usados, la cual no era rentable, así como varias estrategias que buscarán contrarrestar los menores ingresos por ventas de vehículos. En el presente análisis de riesgo se aplicó una caída proyectada de 22.5% en las ventas del 2015, que refleja la incertidumbre existente frente a los cambios en el entorno.

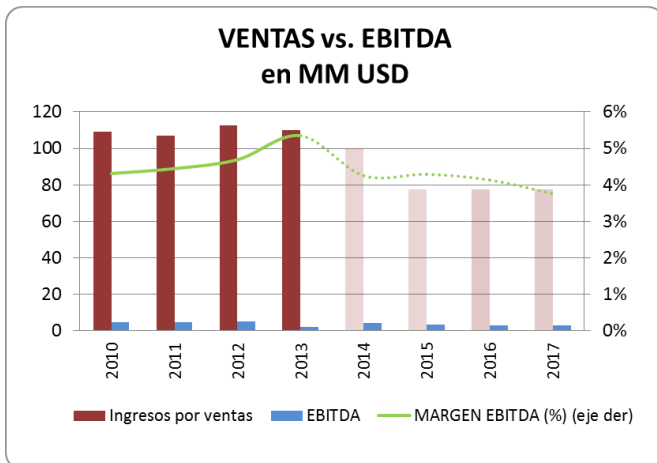
Al mismo tiempo, la empresa reducirá sus gastos operativos a través de una reestructuración de personal en los primeros meses del año y buscará mayor eficiencia en sus operaciones, contrarrestando en buena medida la menor generación operativa.

## 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 30 de noviembre de 2014. Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron actualizadas por ASSA y recibidas por BWR en el mes de enero-2015, y se presentan ajustadas de acuerdo al criterio de la calificadoradora.

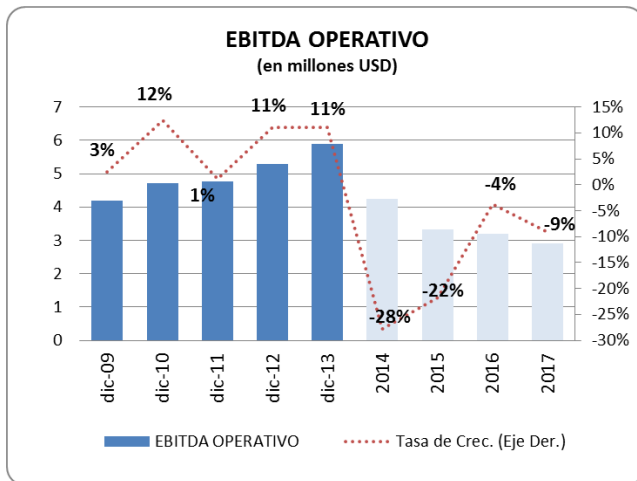
## Gestión Operativa y Tendencias

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, que a nov-2014 representan el 85.6% del total de ingresos por venta de autos y prestación de servicios; el aporte de las líneas de repuestos (8.9%) y vehículos usados (5.5%) ha sido menor.

A nov-14, el número de unidades vendidas por ASSA se redujo en 13.43% frente a nov-13; no obstante el aumento en el precio promedio de los vehículos mitigó en parte este efecto. A la fecha de análisis los ingresos brutos anualizados de ASSA se reducen en 9.9%.

La cartera comercial genera intereses que representan el 1.8% de los ingresos operativos totales. Esta línea pierde importancia como resultado del cambio en la política de otorgamiento de financiamiento directo de la empresa.

Si bien históricamente el margen bruto del negocio se ha sostenido porque los incrementos en el costo de los vehículos en parte fueron absorbidos por Omnibus (a través de facilidades y descuentos a sus concesionarios), se espera que el 2014 finalice con un margen bruto menor en 0.8% al del 2013.

Al mismo tiempo, los esfuerzos de la empresa por mejorar la eficiencia lograrían bajar el peso operacional frente al 2013, lo que compensará parcialmente el primer efecto. De todas formas, se estima que el EBITDA operativo caería 27.8%, debido a las menores ventas y menor ingreso por intereses de la cartera.

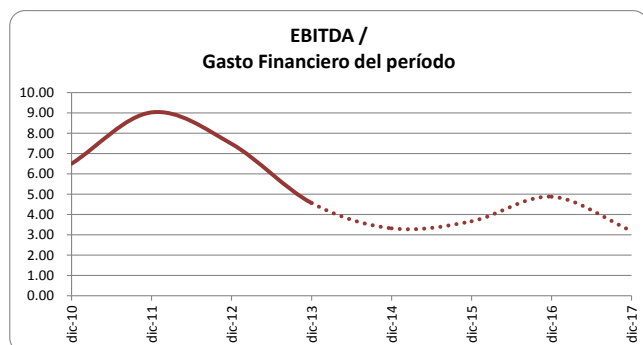
En el 2015 la empresa espera contrarrestar en parte la restricción de negociación de vehículos livianos nuevos a través del fortalecimiento de la línea de pesados en las ventas de la empresa, el aumento de los ingresos por venta de accesorios y un incremento general de precios en el mercado como respuesta de la contracción del negocio. Por ese motivo, la calificadora considera apropiado un escenario de reducción de ventas de 22.5% para el 2015. Para los siguientes años se considera un estancamiento en el nivel de ventas de la compañía.

ASSA es una empresa con una estructura operativa lo suficientemente flexible para adaptarse a cambios en el entorno, como lo ha demostrado a lo largo de estos años, preservando el 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 ha llevado un mayor control sobre gastos administrativos, eliminó la estructura de servicios auxiliares e hizo recortes de personal; dada la caída en ventas proyectada. Por esta razón, se espera que los indicadores de eficiencia no se deterioren a futuro y el margen EBITDA se mantenga en el 2015.

El EBITDA a nov-2014 cubre en 4 veces el gasto financiero. Debido a la menor generación en términos absolutos, en el 2015 esta relación podría deteriorarse ligeramente, aunque la empresa seguiría manteniendo flexibilidad financiera gracias a un endeudamiento controlado.

**Gráfico 5**



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En el año 2013 la rentabilidad sobre patrimonio promedio (ROE) fue de 14.2% y la rentabilidad sobre activos promedios (ROA) fue de 6.82%, a nov-2014 estos indicadores son de 15.91% y 8.41% 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 períodos subsiguientes estos indicadores se vean presionados.

### Estructura del Balance

#### ACTIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	nov-14
Total Activo Corriente	65%	63%	55%	64%	69%
Fondos Disponibles	5%	4%	5%	9%	9%
Inversiones temporales	1%	2%	3%	3%	1%
CxC Comerciales	38%	43%	31%	32%	39%
Inventarios Neto	20%	13%	15%	19%	17%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	2%	1%	2%
Gastos anticipados	0%	0%	0%	0%	2%
Total Activo No Corriente	35%	37%	45%	36%	31%
Propiedades	19%	23%	18%	18%	17%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	1%	1%	1%
CxCobrar LP Comerciales	10%	10%	23%	16%	9%
CxCobrar LP Relacionadas	5%	3%	3%	2%	4%
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	nov-14
Total Pasivo Corriente	49%	35%	38%	40%	38%
Deuda Financiera CP	26%	11%	18%	20%	18%
Deuda Comercial	13%	15%	16%	11%	14%
Otros Pasivos CP	11%	8%	4%	9%	5%
Total Pasivo LP	6%	12%	16%	10%	6%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>44%</b>	<b>54%</b>	<b>46%</b>	<b>50%</b>	<b>56%</b>

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

### FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

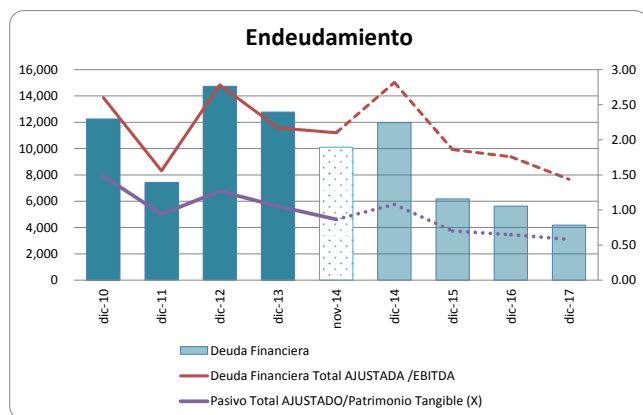
ASSA es una empresa madura, que históricamente genera flujos de operación positivos; en períodos expansivos (hasta 2011) las necesidades de capital de trabajo han sido importantes, requiriendo de fondeo adicional, principalmente por el crecimiento de las cuentas por cobrar comerciales; sin embargo a nov-2014, dadas las condiciones de mercado, el requerimiento de capital de trabajo no se ha incrementado. A futuro, debido a que la oferta automotriz continúa restringida, pero la provisión de autos para la empresa está garantizada por GME, y dado que en el país oferta y demanda van a ajustarse vía precios, ASSA no requerirá apalancar su ciclo de operación.

Desde el año 2013 ASSA reduce la colocación de cartera comercial, consiguiendo así un flujo de caja operativo (CFO) positivo. Dicho flujo, a nov-14, cubre los requerimientos de CAPEX y el pago de dividendos de la compañía; dado el entorno previsible no se espera que la empresa realice en los años venideros inversiones de capital importantes.

A noviembre-2014 el flujo de caja libre del período es positivo (USD 2.7MM), recursos utilizados en su mayoría para incrementar los recursos líquidos de la Empresa y disminuir la deuda financiera. Para fines del año 2014, habría un repunte en la demanda, lo que aumentaría los requerimientos operativos de la empresa, que deberían ser cubiertos con financiamiento adicional.

A partir de 2015 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.

Gráfico 6



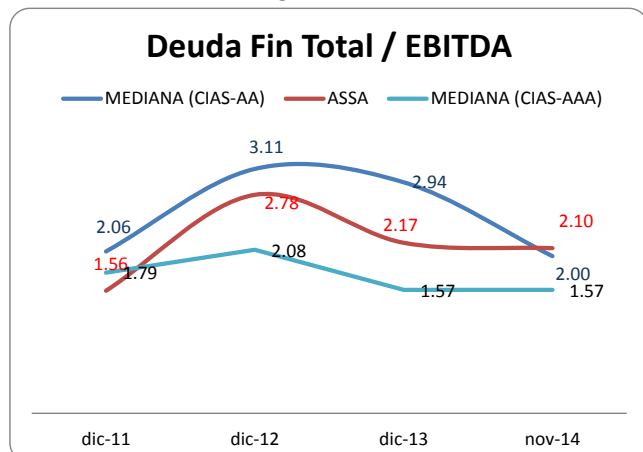
\* A nov-2014, el indicador contempla un EBITDA anualizado.

Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se puede ver en el gráfico, tras un breve incremento para dic-2014, esperamos que la tendencia de los indicadores de endeudamiento sobre EBITDA sea a la baja, en los años subsiguientes.

El indicador de pasivo total sobre patrimonio tangible presenta una tendencia a disminuir y se espera que se mantenga en niveles conservadores en los próximos años considerando la disminución de la deuda.

Gráfico 7



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En definitiva el endeudamiento de ASSA mantiene una correlación directa con las exigencias de crecimiento del negocio, es importante mencionar que para efectos del análisis no se ha considerado como deuda financiera los saldos adeudados a Produbanco (USD 5.4MM a nov-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.

Por tanto, la línea de crédito de Produbanco no tiene costo financiero durante los primeros 30 días, y su cupo aprobado es de USD 6.55MM 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.

También es importante mencionar que los estados financieros analizados incorporan dentro de las cuentas por cobrar al saldo insoluto de la cartera comercial vendida con recurso y como deuda financiera al contingente generado por esta transacción. Este pasivo, que representa aproximadamente el 26.5% de la deuda financiera analizada, se iría reduciendo conforme la cartera se vaya recuperando.

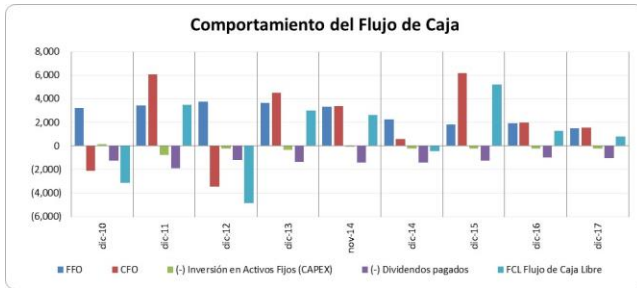
Adicionalmente, a nov-14, aparece un saldo de USD 1.8MM de un fideicomiso de cartera constituido por ASSA, a dic-2014 será contabilizado como derechos fiduciarios.

### Deuda Financiera: Estructura USD M

al 30 de noviembre de 2014	Pagos Corrientes			Total
	Corto Plazo	Largo Plazo		
Obligaciones bancarias	0	3,724	680	4,405
Emisiones con m. valores	1,252	1,426	1,238	3,915
Fideicomiso ASSA	0	1,781	0	1,781
<b>Total</b>	<b>1,252</b>	<b>6,931</b>	<b>1,918</b>	<b>10,101</b>

Con respecto a la estructura de fondeo, el 81% 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 a la porción de la emisión de obligaciones vigente que vence entre 2016 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 nov-2014, existe un saldo colocado de papel comercial de USD 1.4MM, y resta por pagar USD 2.999M de las series A y B de la cuarta emisión de obligaciones.

Gráfico 8



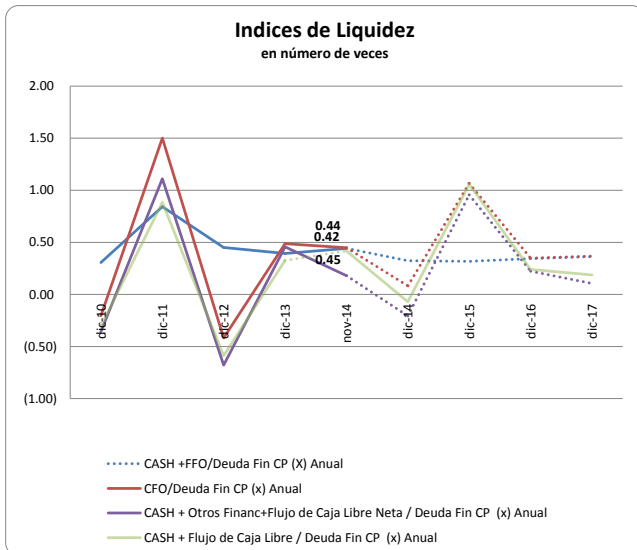
Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR.

Considerando la disminución esperada de las ventas durante el 2014 y en los próximos años, además del cambio de políticas en cuanto al financiamiento propio, no se espera que la empresa tenga nuevas necesidades de financiamiento.

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.

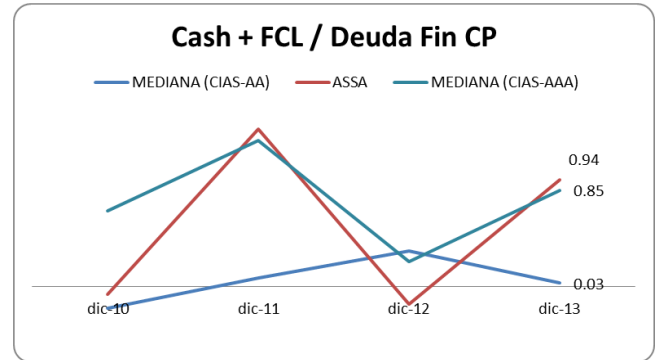
### Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



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

Gráfico 10



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

El comportamiento de la liquidez de ASSA en el tiempo ha dependido históricamente de su necesidad de financiar cartera comercial; a futuro se espera que la empresa mantenga su política de limitar el financiamiento directo a largo plazo; en proyecciones, la empresa mejora sus niveles de liquidez y se puede observar que únicamente al cierre de 2014, podrían presentar un flujo operativo negativo.

En nov-2014 se requiere financiar el 62% de la deuda de corto plazo. No obstante, alrededor de un tercio de esta 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.



## PRELACIÓN

Fecha de corte	nov-14
Activo Líquido (USD M)	5,075.22
Activo Ajustado (USD M)	38,487.99
Activo Total (USD M)	39,830.96

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	1,685.46	1,685.46	3.01	22.84
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	7,266.79	8,952.25	0.57	4.30
3era	Deuda sin garantía específica de balance	16,672.67	25,624.92	0.20	1.50
<b>TOTAL</b>		<b>25,624.92</b>	<b>25,624.92</b>	<b>0.20</b>	<b>1.50</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 y su proyección:

Resguardos	dic-13	may-14	nov-14	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de las utilidades netas.	39%	44%	44%	44%	50%	50%	50%
2. Mantener una relación Pasivo total/Patrimonio tangible inferior a 2.	1.05	0.97	0.87	1.08	0.70	0.65	0.58

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

El primer resguardo, ASSA lo ha cumplido siempre; y de acuerdo a las proyecciones continuará 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; 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	nov-14	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
<b>Resumen de Resultados</b>									
Ventas	109,151	107,141	112,832	109,968	90,826	99,910	77,430	77,430	77,430
% crecimiento	31.6%	-1.8%	5.3%	-2.5%	-9.9%	-9.1%	-22.5%	0.0%	0.0%
Margen Bruto	10.0%	10.2%	10.2%	10.3%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,710	4,768	5,296	5,886	4,406	4,251	3,325	3,202	2,912
MARGEN EBITDA (%)	4.3%	4.5%	4.7%	5.4%	4.9%	4.3%	4.3%	4.1%	3.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,710	4,768	5,296	5,886	4,406	4,251	3,325	3,202	2,912
MARGEN EBITDAR (%)	4.3%	4.5%	4.7%	5.4%	4.9%	4.3%	4.3%	4.1%	3.8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,523	4,450	4,791	5,232	3,906	3,861	2,900	2,781	2,494
MARGEN EBIT (%)	4.1%	4.2%	4.2%	4.8%	4.3%	3.9%	3.7%	3.6%	3.2%
Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-1,288	-1,089	-1,280	-907	-657	-911
Impuestos a la renta	-794	-827	-835	-961	0	-746	-576	-607	-482
UTILIDAD NETA	3,149	3,170	3,453	3,158	3,536	2,498	1,930	2,031	1,614
<b>Resumen Balance</b>									
Caja y Equivalentes de Caja	2,395	2,149	3,566	5,825	4,367	3,582	3,352	4,055	3,053
Capital de Trabajo	18,410	14,626	13,771	18,052	18,876	21,065	17,766	17,766	17,766
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,338	15,310	14,321	14,622	17,583	17,800	13,679	13,679	13,679
Inventarios	8,175	4,757	6,810	8,720	7,865	8,037	7,786	7,786	7,786
Cuentas por Pagar Proveedores	5,103	5,441	7,360	5,290	6,572	4,772	3,698	3,698	3,698
Deuda Financiera Total	12,253	7,436	14,725	12,772	10,101	11,974	6,184	5,626	4,184
Otros Pasivos	5,237	3,619	2,868	5,053	3,472	4,099	4,014	4,082	4,032
Patrimonio	17,856	19,108	21,360	23,179	25,315	24,277	24,958	26,023	26,622
Patrimonio Tangible	15,211	17,555	19,672	21,957	23,276	21,892	22,919	23,985	24,238
<b>Resumen Flujo de Caja</b>									
EBITDA OPERATIVO	4,710	4,768	5,296	5,886	4,406	4,251	3,325	3,202	2,912
(-) Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-1,288	-1,089	-1,280	-907	-657	-911
(-) Impuesto a la renta del período	-794	-827	-835	-961	0	-746	-576	-607	-482
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div)	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	3,318	2,225	1,842	1,939	1,519
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,322	2,663	-7,230	864	47	-1,657	4,359	22	20
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,130	6,076	-3,477	4,500	3,365	569	6,201	1,962	1,539
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	189	303	350	176	719	662	513	513	513
(-) 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	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,266	-1,918	-1,201	-1,340	-1,400	-1,400	-1,249	-965	-1,015
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	122	-755	-253	-321	-32	-249	-250	-250	-250
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,131	3,478	-4,848	3,016	2,651	-418	5,215	1,260	787
Margen de Flujo de Caja Libre %	-2.9%	3.2%	-4.3%	2.7%	2.9%	-0.4%	6.7%	1.6%	1.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	312	-4,817	7,289	-1,953	-2,671	-797	-5,790	-558	-1,442
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-573	1,018	-795	1,194	-1,418	-1,007	346	0	-346
OTRAS INVERSIONES NETO	-101	74	-229	0	-20	-20	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	2,257	-1,458	-2,243	-229	702	-1,001
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,887	2,395	2,149	3,566	5,825	5,825	3,582	3,352	4,055
<b>Indicadores</b>									
FFO/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing+ dividendos pref) flexibilidad financiera(x)	5.41	7.46	6.30	3.82	4.05	2.74	3.03	3.95	2.67
EBITDAR/cargos fijos (intereses, cuota leasing del período y dividendos preferentes)(x)	6.51	9.03	7.48	4.57	4.05	3.32	3.67	4.88	3.20
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	6.51	9.03	7.48	4.57	4.05	3.32	3.67	4.88	3.20
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financie	2.60	1.56	2.78	2.17	2.10	2.82	1.86	1.76	1.44
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad fir	2.09	1.11	2.11	1.18	1.19	1.97	0.85	0.49	0.39
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	41%	28%	41%	36%	29%	33%	20%	18%	14%
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.31	0.84	0.45	0.39	0.44	0.32	0.32	0.34	0.36
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.20)	1.50	(0.42)	0.49	0.45	0.08	1.07	0.35	0.37
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.30)	0.88	(0.59)	0.33	0.42	(0.07)	1.06	0.24	0.19
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.36)	1.11	(0.68)	0.46	0.18	(0.21)	0.96	0.22	0.11



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.