

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)	2014 (dic)	2015 (may)
Activos	41.986	42.603
Ventas	97.060	36.155
Margen EBITDA (%)	4%	4%
ROA (%)*	6%	12%
Deuda / Capitalización (%)	22%	23%
CFO / Deuda Fin CP*	1,2	0,4
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP*	1,8	1,3
Deuda Financiera Total / FFO (x)	3,0	2,4

* Indicador de mayo anualizado

Contactos:

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

Verónica Molina, MBA IP
(5932) 226 9767 ext. 110
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 calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa. Una calificación de 'AA' se otorga a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

La posición actual de la empresa le permitirá ajustarse y continuar manteniendo una generación operativa ajustada pero suficiente en el escenario contractivo que se espera a futuro. ASSA ha llevado a cabo ajustes estratégicos que le permiten enfrentar de mejor manera la caída en el mercado. Adicionalmente, la empresa mantiene una estructura operativa con un importante componente variable y reservas de liquidez importantes que le dan mayor flexibilidad dentro del complejo entorno económico y del sector donde se desenvuelve.

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.

ASSA tradicionalmente ha generado resultados y flujos operativos importantes. No obstante, con la contracción del negocio prevista para 2015, las proyecciones de la compañía reflejan una reducción importante en las ventas, que al primer semestre aún no se hace efectiva, pero que implicará una generación operativa más apretada a futuro.

Los intereses por financiamiento de cartera, tal como se preveía están reduciéndose como resultado de la estrategia de la administración de reducir el financiamiento de más de 60 días, medida que si bien impacta en la generación futura de ingresos operativos, da lugar a un menor requerimiento de fondeo.

Si bien la deuda en dólares de ASSA se redujo en 2014 de forma importante, el EBITDA lo hará en mayor proporción en 2015, por lo cual la cobertura de la deuda se ajustará. El mayor endeudamiento en relación a la generación es mitigado por la holgada liquidez que ha acumulado la empresa y que actualmente cubre casi en su totalidad la deuda financiera de corto plazo y en 78.9% la deuda financiera total.

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. 770.648	USD. 1.149.114
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:	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.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. 968.151
Plazo del programa	2 años
Plazo (días)	Hasta 359 días
Pago de interés:	Cero cupón
Pago de capital:	Al vencimiento

HECHOS RELEVANTES

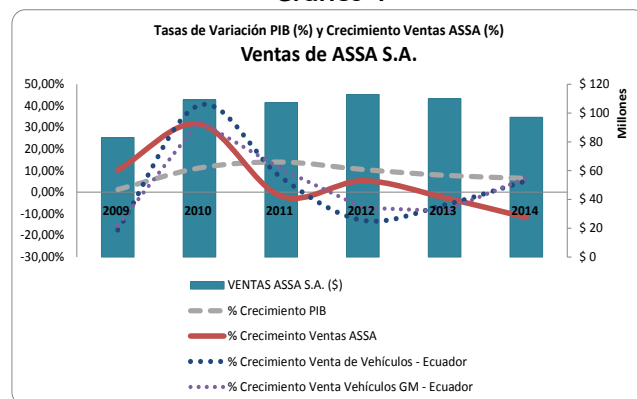
Mediante Resolución No. 049-2014, el Comité de Comercio Exterior (Comex) resolvió prorrogar hasta el 31 de diciembre de 2015 la vigencia de las Resoluciones de Comex No. 65 y 66 del año 2012 y 011-2014, así como sus respectivas reformas. Dichas resoluciones establecen cupos a las importaciones tanto 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 (crecimiento anual de 5.2%).

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. Chevrolet es la marca líder en el mercado nacional, y a futuro mantendría su posición, como resultado de los fuertes controles de mercado, que mantienen el *statu quo* para la participación de los mayores oferentes.

En el 2015 se espera una caída de cerca de 50% en la oferta de vehículos nuevos importados, 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 y agregando una restricción cuantitativa a la importación de CKD's en un poco más de 20%. La diferencias restrictivas benefician 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 podrían darse en el futuro 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.

Si bien esto no se ha dado al momento, la oferta de crédito por parte del sistema financiero nacional se ha reducido en este año por el entorno económico más complicado y una menor liquidez en la economía.

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 la fecha, ASSA cuenta con una nómina de 229 empleados y siete puntos de venta (“ASO’s”) ubicados en Ambato (4), 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.

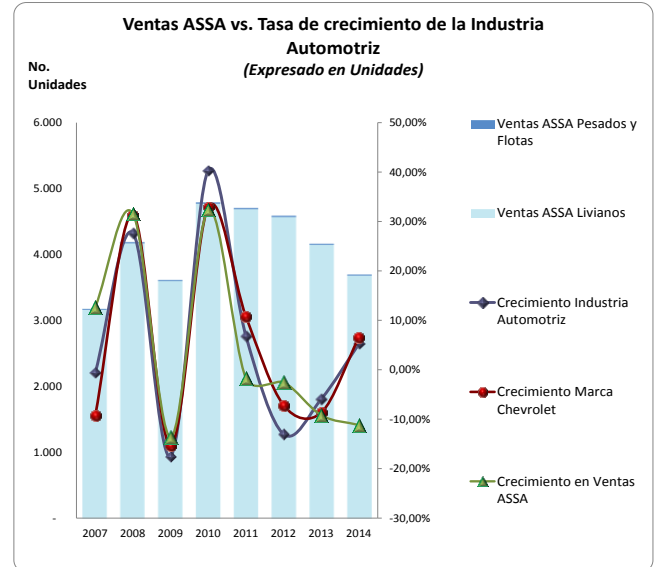
Ser distribuidor de automotores GM constituye una fortaleza para ASSA, debido a que Chevrolet mantiene una posición de líder de mercado (2014: 46.6%; 2013: 44.1%; 2012: 45.4%; 2011: 42.5%) que se ha visto reforzada en los últimos años tras las medidas gubernamentales implementadas para el mercado automotor. 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 experiencia 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

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 para 2015 en 57% y fija un límite de importación de CKD’s 22% más bajo que el del 2014. Dada la ventaja de GM como ensamblador local, se esperaría una caída de hasta 25% en las ventas de la marca Chevrolet a nivel nacional, lo que le permitiría incrementar su participación de mercado.

En 2014 ASSA colocó en el mercado 3695 unidades nuevas, las que representan el 3.08% de las ventas del mercado ecuatoriano y el 6.9% 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 de la marca Chevrolet 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. Un negocio adicional para ASSA, asociado a la venta de vehículos nuevos, es el financiamiento de cartera.

El aporte de los ingresos por intereses de cartera se ha reducido (1.2% de los ingresos totales a mayo-2015, frente a aproximadamente 2% de años anteriores), debido a la decisión de la Administración de mantener solamente el crédito directo de corto plazo hasta 60 días, de manera que la generación de intereses va a reducirse por los menores días de financiamiento, aunque también los requerimientos de fondeo provenientes de esta línea de negocio.

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 1.7% de sus activos totales.

Empresa	Actividad	V.Libros (USD)	Participación
Ecuatrán	Transformadores Elect.	\$ 31.437	2,80%
Plan Automotor S.A.	Servicios automotrices	\$ 383.904	5,59%
Redseguros S.A.	Aseguradora	\$ 42.000	9,73%
Hospital Millenium	Servicios Médicos	\$ 19.550	1,55%
Otros	Diversas actividades	\$ 5.588	
Total inversiones en acciones		\$ 482.479	
Inversiones en asociadas			
Softsierra S.A.	Desarrollo Software	\$ 204.408	51,0%
Datasierra S.A.	Servicios CRM	\$ 25.000	20,0%
Total General		\$ 711.887	

El saldo total por cobrar a relacionadas a may-2015 es USD 1MM, 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 31 de mayo de 2015 el patrimonio de ASSA suma USD 25.09M, de los que el 44% 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.

Desde el 2012 ASSA mantiene una política de reparto de dividendos por un máximo del 50% de la utilidad, 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 en los niveles de deuda en relación al EBITDA y al patrimonio tangible.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal, y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y no representan riesgos significativos en relación a la capacidad de pago del emisor al momento. Las principales instancias de gobierno corporativo como son el Directorio y la Gerencia General están compuestas por profesionales calificados, con experiencia relevante para el negocio.

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.

En el primer semestre de 2015, la estructura



administrativa de la empresa fue modificada, y el nuevo Gerente General es un miembro de la familia con mayor propiedad accionarial.

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 y 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.

Cabe indicar que en mayo-2015 la empresa sufrió un desperfecto en un servidor que manejaba el sistema transaccional y contable de la empresa, que si bien afectó solo ligeramente la operatividad comercial de la empresa, demoró la generación de información contable hasta mediados de julio de este año. De acuerdo a la Administración se están tomando medidas para mejorar el sistema de respaldos y el manejo de este tipo de contingencias a futuro.

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. ASSA desde 2014 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 efecto 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 el 2015 se espera que ASSA continúe realizando recortes de nómina con el fin de obtener mejoras en sus niveles de eficiencia.

Para el 2015 se espera una reducción inferior al 20% en ventas en dólares, por causa de las regulaciones en cupos de importación, 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 el aumento de precios en el mercado automotor.

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 y para 2014 por BDO; los cuales desde el 2010 son presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los mismos no presentan observaciones ni salvedades. Además se han analizado estados financieros no auditados con corte al 31 de mayo de 2015. Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron actualizadas por ASSA y recibidas por BWR en el mes de enero-2015, y se presentan ajustadas en este seguimiento de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadora.

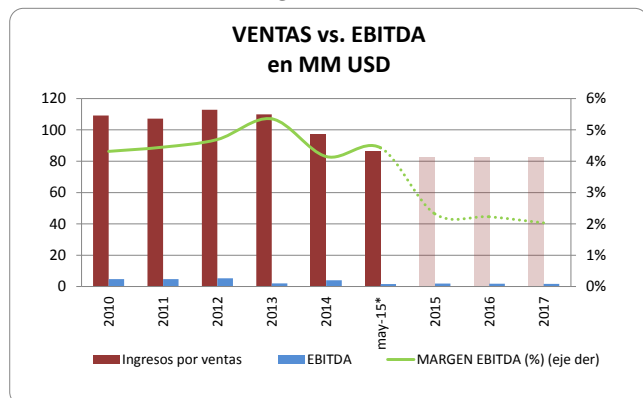
Gestión Operativa y Tendencias

ASSA es una empresa madura, que tradicionalmente genera un flujo de fondos operativo positivo. La principal fuente de ingresos operativos (sin considerar ingresos financieros) proviene de la comercialización de vehículos nuevos, que representa el 88.1% del total de ingresos de la compañía; aportan también las líneas de repuestos

(9.5%) y talleres (2.4%).

A may-15, el número de unidades vendidas por ASSA representan el 36% de las ventas del año 2014 y muestran un caída de -5.9% frente a may-2014; mientras en dólares los ingresos por ventas se redujeron en -8.06% anual. El margen bruto sin embargo mejoró debido a los recortes de costos y al aumento en el precio promedio de los vehículos.

Gráfico 3

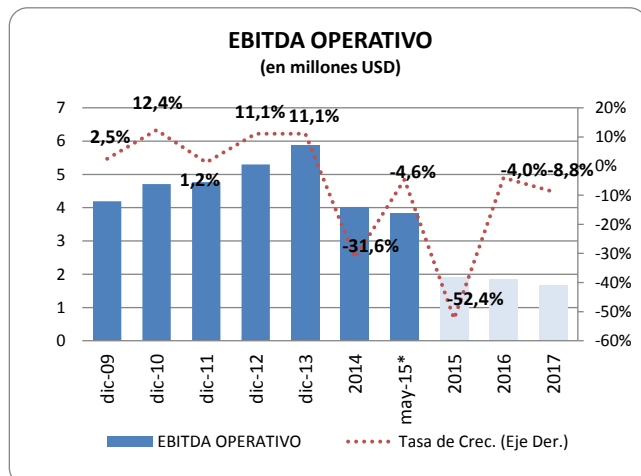


Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR. * cifra anualizada.

Si bien en 2015, ASSA planeó fortalecer la línea de pesados para aumentar las ventas de la empresa, esto se ha retrasado por problemas de ensamblaje y entraría con fuerza a partir de agosto. El crecimiento en ventas proveniente de dicha línea fortalecería las ventas de la empresa; si bien a may-2015, el efecto de la reducción en volumen ha sido compensado, en parte, por una mejoría en el margen, el primer semestre del año ha mostrado un desempeño en ventas sin precedentes, que no se repetiría en la segunda parte del año.

En el 2015 la empresa estima que las ventas decrezcan en 14.9% frente al año anterior, porcentaje que se considera en las proyecciones analizadas. Para los siguientes años se considera un estancamiento en el nivel de ventas de la compañía, supuesto que podrá cambiar en función de las condiciones del País y las decisiones gubernamentales futuras sobre los cupos y restricciones arancelarias y no arancelarias.

Gráfico 4



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

La cartera comercial genera intereses que representan el 1.2% de los ingresos operativos totales. Frente a períodos precedentes, esta línea pierde importancia como resultado del cambio en la política de otorgamiento de financiamiento directo de la empresa.

En los últimos años, 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, descuentos a sus concesionarios e incentivos por cumplimiento con la marca), no obstante a may-2015, la aplicación de la normativa de seguridad ha permitido trasladar aumentos hacia el precio, lo que explica la mejora del margen en este año. Se espera que el 2015 finalice con un margen bruto no menor al registrado en 2014.

Para el cierre de 2015, se espera que se presionen los resultados y los niveles de eficiencia operativa de la empresa.

Por ser un negocio primordialmente comercial la mayoría de costos y gastos son variables, otorgándole a la empresa flexibilidad operativa; en consecuencia la estructura de ASSA se ha adaptado a cambios en el entorno, sosteniendo el peso del egreso operativo en relación al ingreso operativo dentro de sus niveles históricos.

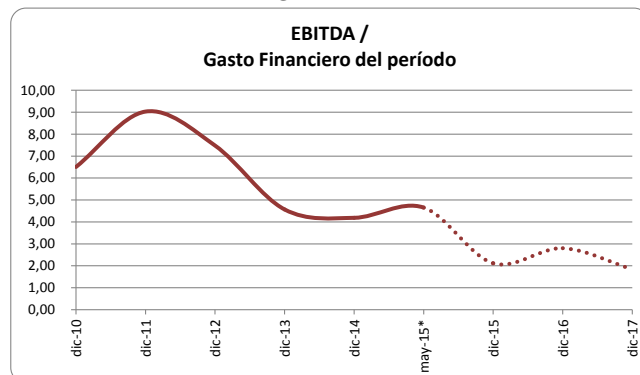
Si bien ASSA proyecta un escenario de reducción del EBITDA de 20.63% gracias a una reducción importante del gasto operativo, en el presente análisis se considera un escenario más conservador, donde el mismo se reduzca en 52%, debido al menor volumen de operación esperado en el segundo semestre, una reducción menor a la esperada en el gasto operativo y menores ingresos por intereses de

la cartera. De hecho, frente a may-2014 y pese al buen desempeño de las ventas, la generación operativa actual es menor (-18.6%).

A partir de 2014 ASSA ha llevado un mayor control sobre gastos administrativos; es así que eliminó la estructura de servicios auxiliares e hizo recortes de personal, dada la caída en ventas proyectada.

A may-2015, el EBITDA cubre en 4.65 veces el gasto financiero, aunque esperamos que dicha relación se presione a futuro debido a una generación operativa más acotada. Si bien esta relación podría llegar a ubicarse entre 2.1 y 2.8 veces hacia fines del 2015 y en 2016 respectivamente, los fondos disponibles incluyen una reserva importante de liquidez que mitigarían este efecto en el corto plazo, permitiéndole mantener una adecuada flexibilidad financiera.

Gráfico 5



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

A dic-2014 la rentabilidad sobre patrimonio promedio (ROE) cae a 10.29% y la rentabilidad sobre activos promedios (ROA) a 5.51%; se prevé que en los períodos subsiguientes estos indicadores continúen presionados.

Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Total Activo Corriente	65%	63%	55%	64%	68%	70%
Fondos Disponibles	5%	4%	5%	9%	11%	14%
Inversiones temporales	1%	2%	3%	3%	1%	1%
CxC Comerciales	38%	43%	31%	32%	39%	34%
Inventarios Neto	20%	13%	15%	19%	13%	18%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	2%	1%	0%	1%
Gastos anticipados	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Total Activo No Corriente	35%	37%	45%	36%	32%	30%
Propiedades	19%	23%	18%	18%	19%	18%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	1%	1%	2%	2%
CxCobrar LP Comerciales	10%	10%	23%	16%	9%	8%
CxCobrar LP Relacionadas	5%	3%	3%	2%	3%	2%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Total Pasivo Corriente	49%	35%	38%	40%	35%	35%
Deuda Financiera CP	26%	11%	18%	20%	12%	14%
Deuda Comercial	13%	15%	16%	11%	11%	15%
Otros Pasivos CP	11%	8%	4%	9%	12%	6%
Total Pasivo LP	6%	12%	16%	10%	7%	6%
PATRIMONIO	44%	54%	46%	50%	57%	59%

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

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El flujo de caja operativo de ASSA históricamente ha sido positivo, incluso en períodos expansivos, cuando las necesidades de capital de trabajo han sido importantes, principalmente por el crecimiento de las cuentas por cobrar comerciales. A may-2015, la generación operativa cubrió los requerimientos de capital, el pago de dividendos y los requerimientos de CAPEX.

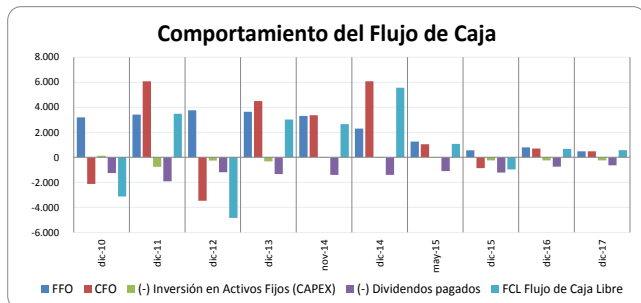
ASSA mantiene su política de mantener cartera comercial de corto plazo y en un cupo limitado, lo que reduce sus necesidades de fondeo adicional; desde el año 2013, cuando inicia la reducción en la colocación de cartera comercial, el flujo de caja operativo (CFO) se ha mantenido positivo.

Bajo el entorno actual no se espera que la empresa realice en los años venideros inversiones de capital importantes.

En los últimos dos años el endeudamiento de la empresa se ha reducido de forma importante por decisión de la Administración, lo cual le permite a la Empresa estar mejor preparada para enfrentar el entorno negativo del País y del sector. Hasta el 2017 no se espera una variación material en el monto de la deuda, aunque el peso en la generación se incrementaría por la reducción de esta última.

A may-2015 el flujo de caja libre del período es positivo (USD 1MM), recursos utilizados en su mayoría para incrementar los recursos líquidos de la empresa y disminuir la deuda financiera. Al cierre de 2015 bajo nuestras proyecciones la empresa podría necesitar utilizar cerca de USD 1MM de sus fondos disponibles para su operación.

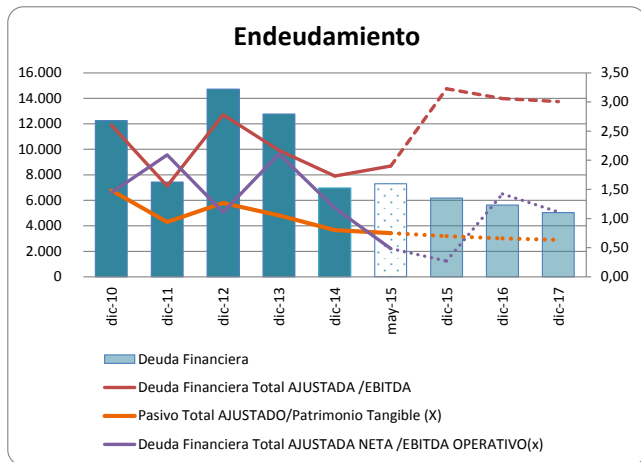
Gráfico 6



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

A futuro se esperan niveles de liquidez más estrechos, en función de una menor generación operativa. Para 2016 y 2017 se esperaría que la operación genere excedentes, sin importantes requerimientos de capital de trabajo ni inversiones significativas de capital. En el gráfico No. 6 “Comportamiento del Flujo de Caja”, se pueden apreciar nuestras expectativas de generación y uso de fondos de la Empresa durante los próximos años.

Gráfico 7



* A may-2015, el indicador contempla un EBITDA anualizado.

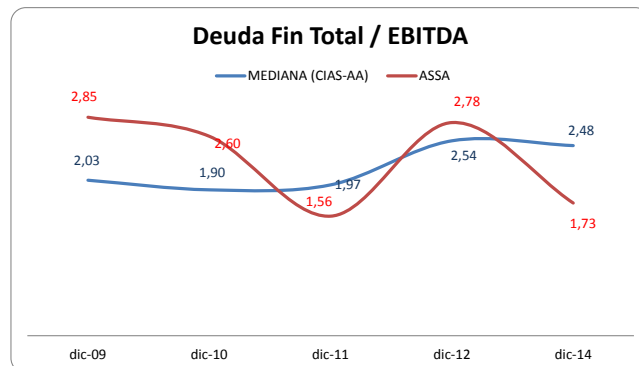
Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se puede ver en el gráfico precedente, la tendencia de la deuda financiera en dólares es a contraerse, pese al breve incremento en may-2015; sin embargo, el peso del endeudamiento sobre EBITDA a futuro va a ser mayor, por causa de las presiones en la generación operativa de la empresa. Cabe indicar que al ajustar la deuda financiera con la caja actual de ASSA, que llega a USD 5.7mm A mayo-2015, se aprecia que esta le provee de flexibilidad adicional para el pago de sus obligaciones financieras.

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 8



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

El endeudamiento de ASSA mantiene una correlación directa con los requerimientos 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 5.7MM a may-2015), 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 15.2% de la deuda financiera analizada, se iría reduciendo conforme la cartera se vaya recuperando.

Deuda Financiera: Estructura USD M

al 31 de mayo de 2015	Pagos Corrientes			Total
	Corto Plazo	Largo Plazo		
Obligaciones bancarias	0	4.123	289	4.413
Emisiones con m. valores	0	1.674	1.214	2.888
Total	0	5.797	1.503	7.301

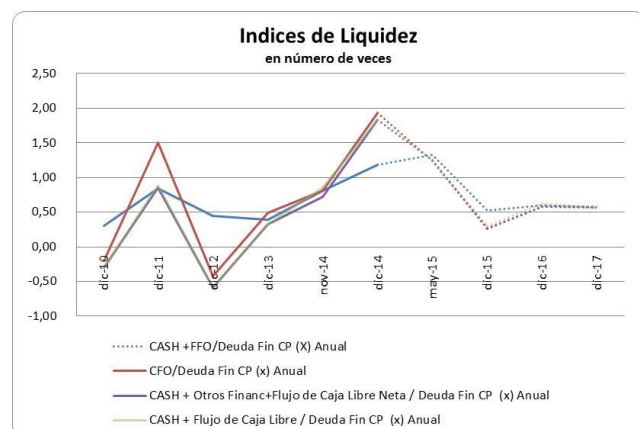
Con respecto a la estructura de fondeo, el 79.4% de la deuda financiera es de corto plazo. La porción de largo plazo corresponde principalmente al pasivo derivado de la venta de cartera con recurso y a la porción de la emisión de obligaciones vigente que vence entre 2016 y noviembre-2017, mientras que 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 may-2015, existe un saldo colocado de papel comercial de USD 1.4MM, y resta por pagar USD 1.88MM de las series A y B de la cuarta emisión de obligaciones.

Considerando la disminución esperada de ventas para 2015 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 durante el plazo de la emisión.

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 del ejercicio.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por 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 sostiene sus niveles de liquidez.

A may-2015, la liquidez de la compañía es holgada y cubre los pagos de la deuda de corto plazo 1.25 veces; hacia fines de año se espera que esta se

ajuste más, requiriendo el refinanciamiento de aproximadamente el 70% de la deuda de corto plazo.

Históricamente, el riesgo de refinanciamiento de la empresa ha sido mitigado por el financiamiento de proveedores, el pasivo contingente relacionado a la cartera vendida con recurso; el apoyo de los accionistas a través de garantías que le permiten 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 a partir de 2016 la empresa utilice su flujo de caja libre para reducir el nivel de deuda, y sostenga al mismo tiempo sus importantes reservas de liquidez.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

Fecha de corte	may-15
Activo Líquido (USD M)	6.257,89
Activo Ajustado (USD M)	40.878,49
Activo Total (USD M)	42.602,94

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	1.371,29	1.371,29	4,56	29,81
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	10.846,09	12.217,38	0,51	3,35
3era	Deuda sin garantía específica de balance	13.706,05	25.923,43	0,24	1,58
TOTAL		25.923,43	25.923,43	0,24	1,58

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del Emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.58 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, pignorados, y desde junio del año 2010, tampoco se considerarán los inventarios "pericibles". 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.



A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsibles al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 70% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 30% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

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	dic-14	may-15	dic-15	dic-16	dic-17
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de las utilidades netas.	39%	43%	45%	50%	50%	50%
2. Mantener una relación Pasivo total/Patrimonio tangible inferior a 2.	1,05	0,80	0,75	0,62	0,58	0,56

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

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



Automotores de la Sierra S.A.

(Miles de USD)	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Resumen de Resultados						
Ventas	109.151	107.141	112.832	109.968	97.060	36.155
% crecimiento	31,6%	-1,8%	5,3%	-2,5%	-11,4%	-10,6%
MARGEN BRUTO (%)	10,0%	10,2%	10,2%	10,3%	9,5%	10,1%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.710	4.768	5.296	5.886	4.028	1.601
MARGEN EBITDA (%)	4,3%	4,5%	4,7%	5,4%	4,1%	4,4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.710	4.768	5.296	5.886	4.028	1.601
MARGEN EBITDAR (%)	4,3%	4,5%	4,7%	5,4%	4,1%	4,4%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.523	4.450	4.791	5.232	3.212	1.250
MARGEN EBIT (%)	4,1%	4,2%	4,2%	4,8%	3,3%	3,5%
Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-1.288	-962	-344
Impuestos a la renta	-794	-827	-835	-961	-766	0
UTILIDAD NETA	3.149	3.170	3.453	3.158	2.430	2.065
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	2.395	2.149	3.566	5.825	5.020	6.258
Capital de Trabajo	18.410	14.626	13.771	18.052	17.085	15.791
Cuentas por Cobrar Comerciales	15.338	15.310	14.321	14.622	16.347	14.319
Inventarios	8.175	4.757	6.810	8.720	5.402	7.877
Cuentas por Pagar Proveedores	5.103	5.441	7.360	5.290	4.664	6.405
Deuda Financiera Total	12.253	7.436	14.725	12.772	6.971	7.301
Otros Pasivos	5.237	3.619	2.868	5.053	6.224	3.803
Patrimonio	17.856	19.108	21.360	23.179	24.129	25.094
Patrimonio Tangible	15.211	17.555	19.672	21.957	22.282	23.369
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	4.710	4.768	5.296	5.886	4.028	1.601
(-) Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-1.288	-962	-344
(-) Impuesto a la renta del período	-794	-827	-835	-961	-766	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3.192	3.413	3.753	3.636	2.300	1.257
(-) Variación Capital de Trabajo	-5.322	2.663	-7.230	864	3.779	-211
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2.130	6.076	-3.477	4.500	6.079	1.046
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	189	303	350	176	973	1.256
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-45	-228	-145	0	-27	-97
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	-122	0	-6	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1.266	-1.918	-1.201	-1.340	-1.400	-1.100
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	122	-755	-253	-321	-51	-35
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3.131	3.478	-4.848	3.016	5.568	1.070
Margen de Flujo de Caja Libre %	-2,9%	3,2%	-4,3%	2,7%	5,7%	3,0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	312	-4.817	7.289	-1.953	-5.800	329
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-573	1.018	-795	1.194	-170	-169
OTRAS INVERSIONES NETO	-101	74	-229	0	-401	6
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-3.493	-247	1.417	2.257	-804	1.237
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5.887	2.395	2.149	3.566	5.825	5.020
Indicadores						
FFO+cargos fijos/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5,41	7,46	6,30	3,82	3,39	4,65
EBITDAR/cargos fijos (gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	6,51	9,03	7,48	4,57	4,19	4,65
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6,51	9,03	7,48	4,57	4,19	4,65
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibili	2,60	1,56	2,78	2,17	1,73	1,90
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fie	2,09	1,11	2,11	1,18	0,48	0,27
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	41%	28%	41%	36%	22%	23%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,31	0,84	0,45	0,39	1,18	1,33
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0,20)	1,50	(0,42)	0,49	1,20	0,43
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,30)	0,88	(0,59)	0,33	1,83	1,25
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	(0,30)	0,86	(0,58)	0,33	1,83	1,25



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa 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, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. 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 de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2015.