



Ecuador
Emisión de Obligaciones

Automotores de la Sierra S.A. (ASSA)

Calificación

	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Cuarta Emisión de Obligaciones	AA	AA	N/R

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

Resumen Financiero

(Millones USD)	2014 (dic)	2015 (nov)
Activos	41,986	41,605
Ventas	97,060	72,622
Margen EBITDA (%)	4%	4%
ROA (%)*	6%	10%
Deuda / Capitalización (%)	22%	14%
CFO / Deuda Fin CP*	1.2	0.6
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP*	1.8	1.8
Deuda Financiera Total / FFO (x)	3.0	1.8

* Indicador anualizado

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener la calificación de “AA” para la emisión descrita. 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 categoría AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del 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 pertenece y en la economía en general.

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.

La estructura operativa de ASSA ha mostrado la flexibilidad suficiente para adaptarse con anticipación al muy regulado y cambiante entorno del mercado automotor ecuatoriano; la empresa mantiene una estructura operativa con un importante componente variable y reservas de liquidez importantes que le dan mayor capacidad de respuesta 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, que como marca mantiene un liderazgo importante.

OBB, ensambladora local de la marca Chevrolet, es la mayor ensambladora ecuatoriana, lo que constituye una ventaja competitiva por la red integrada que opera, pues la marca y sus concesionarios operan bajo una política unificada.

Esperamos que la posición actual de ASSA le permita a futuro adaptarse y continuar manteniendo una generación operativa ajustada pero suficiente para cubrir sus requerimientos, dentro del escenario contractivo esperado. Estas necesidades han disminuido también por la considerable reducción del financiamiento de cartera que existía en años anteriores. Adicionalmente, la empresa cuenta con el respaldo de GM para el manejo del margen y para la provisión de unidades, por lo que en 2016 puede enfrentar de mejor manera un mercado contractivo.

Esperamos que en 2016 la deuda promedio en dólares de ASSA continúe disminuyendo. Si bien esperamos que el EBITDA caiga en mayor proporción, y por tanto la cobertura de la deuda disminuirá, esta continuaría en niveles consistentes con la calificación otorgada. El mayor endeudamiento en relación a la generación y la menor cobertura del gasto financiero son mitigados por la holgada liquidez en exceso que ha acumulado la empresa y que actualmente cubre en una alta proporción a la deuda financiera.

Contactos:

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

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



CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

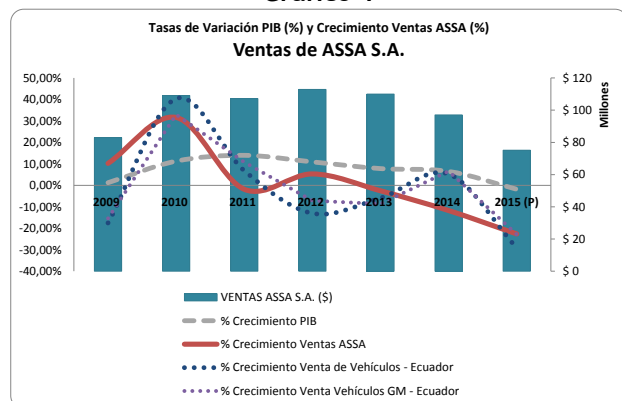
DESCRIPCIÓN DE LA CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES		
Emisor:	ASSA (AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.)	
Monto	USD. 3.000.000	
Número de resolución	Q.IVV.2013.5671	
Fecha de Aprobación SIC:	19/11/2013	
Fecha de vencimiento de la Aprobación SIC:	19/08/2014	
Clases:	A	B
Monto Aprobado:	USD. 1.500.000	USD. 1.500.000
Monto en circulación:	USD. 630.521	USD. 749.765
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.	

HECHOS RELEVANTES

El 30 de diciembre de 2015, el Comité de Comercio Exterior (Comex) emitió la Resolución 050-2015, que establece el sistema de reparto de cupos a las importaciones tanto de vehículos, como de CKDs para el año 2016.

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 se han implementado vía resoluciones y regulaciones de control de cupos de importación.

Tras su punto más alto en el año 2011, el mercado ha visto una reducción en las ventas de vehículos en unidades en 2012 y en 2013 en 13% y 6%, respectivamente, con recuperación en 2014 (5.2% de crecimiento) y nueva contracción en 2015 (-29%). El sector automotriz estima una reducción del -24% en

la oferta para 2016 (alrededor de 20.000 unidades¹).

Durante estos años de control de importaciones, la reducción de unidades fue compensada en dólares por el incremento en el precio promedio por vehículo vendido. Sin embargo, dado el entorno económico actual ya se empieza a reducir el precio de vehículos usados, y se espera un efecto cascada hacia los demás segmentos, presionados al ajuste por limitaciones de demanda y crédito.

Chevrolet, marca líder en el mercado nacional, a futuro ha mantenido su posición, gracias a los cupos de importación, que garantizaron el *statu quo* para la participación de los mayores oferentes. Sin embargo, con el anuncio de un reparto en el cupo de CKD's otras marcas con ensamblaje local esperan fortalecer su posición.

A partir de 2015 entró en vigencia la reforma a las normas INEN, que estableció mayores características de seguridad en los vehículos.

La perspectiva de crecimiento del sector es negativa, ya que además de las limitaciones legales, hay menor liquidez en la economía y consecuentemente una menor disponibilidad de crédito en el sistema financiero ecuatoriano, lo cual afecta a su vez a la demanda.

El efecto de la contracción de ventas se ha traducido en la economía real en la desvinculación de alrededor de 7.500 personas en el último lustro, de acuerdo a la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador, fundamentalmente en los rubros: puntos de venta, talleres, servicios y establecimientos relacionados.

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 215 empleados y cinco puntos de venta ("ASO's") ubicados en Ambato (3), 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.

Como distribuidor de vehículos GM, los efectos del sistema de cupos en ASSA fueron menores que entre sus pares, debido a que Chevrolet, como líder de mercado retuvo una capacidad importante en el sistema de cupos (por promedios).

¹ Según la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE).



Sin embargo, bajo el nuevo esquema va a darse una reorganización en el mercado. Frente a 2015, el cupo para importados se redujo 9.1%, mientras para ensamblados aumentaría 0.78%². Bajo dicho esquema, la cuota para ensambladoras es USD 359MM en CKD's (o 58.867 unidades). Adicionalmente, el Ministerio de Comercio Exterior dispuso "distribuir la cuota entre las cuatro empresas ensambladoras registradas en el país, con el fin de mantener sus operaciones y asegurar el empleo"³. Las ensambladoras beneficiarias del Sistema de cupos son: Omnibus BB (Chevrolet)⁴, Aymesa (Kia), Maresa (Mazda) y Ciauto (Great Wall).

Chevrolet, como la marca líder de mercado ecuatoriano⁵ vio reforzada su posición en los últimos años tras las medidas gubernamentales implementadas para el mercado automotor. En consecuencia, sus concesionarios estuvieron menos expuestos a los cambios suscitados en el entorno operativo, en comparación con sus competidores. Como vendedor de la marca dominante, ASSA se beneficia de la ventaja competitiva, 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.

En 2015 ASSA colocó en el mercado 2810 unidades nuevas, las que representan el 3.3% de las ventas del mercado ecuatoriano y el 6.8% de las ventas de la marca Chevrolet. ASSA mantiene una fuerte posición de mercado dentro de la marca Chevrolet, en consecuencia recibió comisiones por desempeño de parte de Omnibus BB.

Adicionalmente, el emisor 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 (1.3% de los ingresos totales a nov-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, situación que presiona la generación de intereses (menos días de financiamiento), aunque también reduce los requerimientos de fondeo provenientes de esta línea de negocio.

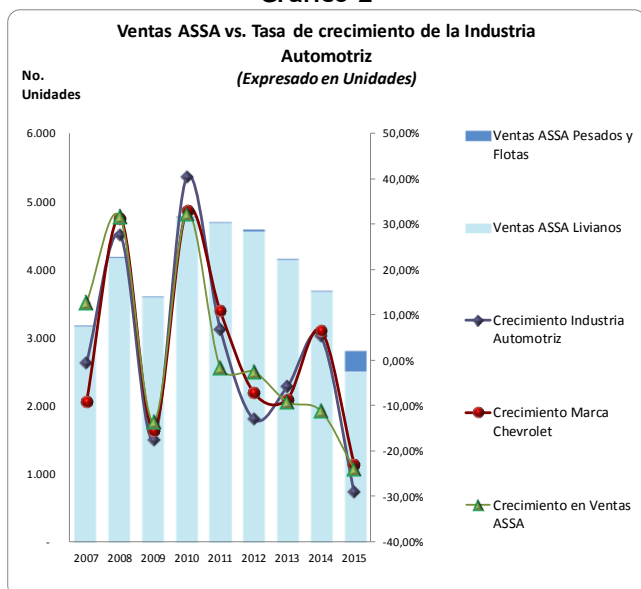
ESTRUCTURA DEL GRUPO

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 2.3% de sus activos totales.

Gráfico 2



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

² Resolución 050-2015 del Comité de Comercio Exterior (Comex).

³ El Universo, 8 de enero de 2016.

⁴ Aproximadamente el 80% de sus productos son ensamblados en el país.

⁵ 2015: 48.5%, 2014: 44.6%, 2013: 44.1%, 2012: 45.4%, 2011: 42.5%



Empresa	Actividad	V.Libros (USD)	Participación
Ecuatrán	Transformadores Elect.	\$ 31.437	2,80%
Plan Automotor S.A.	Servicios automotrices	\$ 383.904	5,59%
Reponer	Renting	\$ 250.000	8,33%
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		\$ 732.479	
Inversiones en asociadas			
Softsierra S.A.	Desarrollo Software	\$ 204.408	51,0%
Datsierra S.A.	Servicios CRM	\$ 25.000	20,0%
Total General		\$ 955.512	

El saldo total por cobrar a relacionadas es USD 845M, que a nov-2015 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

ASSA mantiene un patrimonio de USD 26,7MM a nov-2015, del cual el 41% 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 fue nombrado Gerente General 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. En el manejo de Recursos Humanos la empresa 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.

En mayo-2015 la empresa sufrió un desperfecto en un servidor que manejaba el sistema transaccional y contable de la empresa, que afectó la operatividad comercial de la empresa, y demoró la generación de información contable. De acuerdo a la Administración se tomaron 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.

Las estrategias de la empresa responden a los cambios en el mercado automotor, tanto en normativas de seguridad, como en disposiciones del Comex. Desde el año 2014, ASSA racionalizó sus gastos operativos previendo un posible incremento de riesgo en el mercado, en dicho año eliminó estructuras de servicios: taller móvil, vehículos de remolque, y personal de apoyo; para 2015 cedió el negocio de comonuevos a Autosierra y cerró la agencia Américas. 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. 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 2016 se espera que ASSA continúe realizando recortes de nómina con el fin de obtener mejoras en sus niveles de eficiencia, aunque en menor proporción que en 2015.

ASSA espera en 2016 una reducción de alrededor del 24% en ventas en dólares, por causa de las regulaciones y la contracción de liquidez en el país. A diferencia de años anteriores, el ajuste también se daría en precios, no solo en unidades (hacia abajo).

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 30 de noviembre de 2015. Las proyecciones utilizadas para este seguimiento fueron actualizadas por ASSA y recibidas por BWR en el mes de enero-2016, y se presentan ajustadas en este seguimiento de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadoradora.

Gestión Operativa y Tendencias

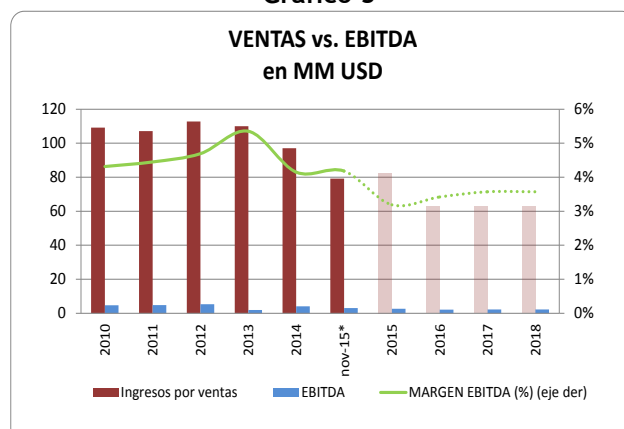
A nov-2015, ASSA continúa generando resultados

positivos; de hecho la utilidad del período muestra un incremento del 3.2% anual. Si bien se trata de una empresa madura, opera en un mercado fuertemente regulado y en el tiempo ha mostrado alta flexibilidad para ajustar su estructura operativa, lo que explica que tradicionalmente genere 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 86.3% del total de ingresos de la compañía; aportan también las líneas de repuestos (10.8%) y talleres (2.9%).

Durante 2015 el mercado automotor ecuatoriano se contrajo alrededor de 30%; si bien las ventas de ASSA se redujeron en una proporción menor (-19.8% anual), el número de unidades vendidas por ASSA a nov-2015 representa el 70.7% de las ventas del año 2014. En dólares los ingresos por ventas se redujeron en -18.38% anual, pero el margen bruto se sostuvo 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.

En definitiva, 2015 fue un año positivo para ASSA debido a que contó con el respaldo de la marca (tanto en costos, como por disponibilidad de unidades) y porque la aplicación de la normativa de seguridad permitió trasladar aumentos hacia el precio al consumidor.

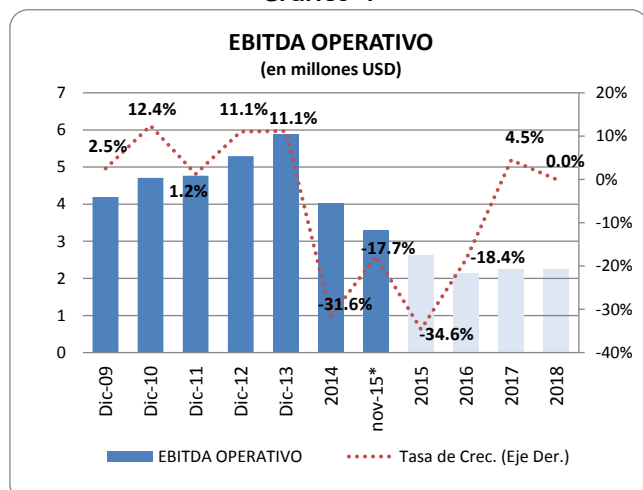
Como se dijo, a noviembre la reducción en ventas de unidades fue compensada vía precios, lo que permitió sostener la generación operativa de la empresa. Adicionalmente, la estructura de gastos se ajustó (-5.6% los de ventas y -14.4% los administrativos), permitiendo que la empresa sostenga sus niveles de eficiencia. A nov-2015, el peso del egreso operativo en el ingreso operativo es de alrededor del 8%.

De acuerdo a las proyecciones de ASSA, para 2015 se estima un decrecimiento en ventas del 14.9% frente al año anterior; y que la contracción en



ventas para 2016 llegue al 23.9%. 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, medidas y restricciones arancelarias y no arancelarias.

Gráfico 4



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

Como se puede ver en el gráfico precedente, se espera que la generación operativa se reduzca tanto en 2015 como en 2016, como resultado de la reducción en el volumen del negocio.

Si bien se espera una presión en los precios de venta en 2016 por las condiciones de mercado, la proyección considera una mejora en el margen bruto de ASSA debido a que la marca ofrecería descuentos en el precio como bonificación de desempeño, reemplazando el actual esquema de rebates, que se contabilizan actualmente como ingresos no operativos, y que hasta noviembre-2015 llegan a USD 1,7 millones, por el buen desempeño de ASSA frente a otros concesionarios Chevrolet. Esto ayuda al EBITDA, que de todas formas caería en 18.4%.

Adicional al negocio principal, un servicio asociado, como es la generación de la cartera representa el 1.3% del total de ingresos operativos. Si bien perdió importancia como resultado del cambio en la política de otorgamiento de financiamiento directo de la empresa, a futuro esperamos que se sostenga una participación de alrededor del 1.5%, evidenciando la importancia del crédito para el negocio retail automotriz bajo un escenario restrictivo en crédito.

Una de las fortalezas de GM, de cara a sus canales de venta es que en los últimos años, el margen bruto en ventas se ha sostenido porque Omnibus absorbió incrementos en costos de los vehículos (a través de facilidades, descuentos a sus concesionarios e incentivos por cumplimiento con la marca); y a futuro esperamos que dicha política

persista.

Se espera que la generación operativa continúe siendo a futuro suficiente para absorber el gasto financiero del período, el pago de impuestos y la variación de capital del trabajo, generando un CFO positivo, que cubra el pago de dividendos y los requerimientos de CAPEX (mismos que son acotados).

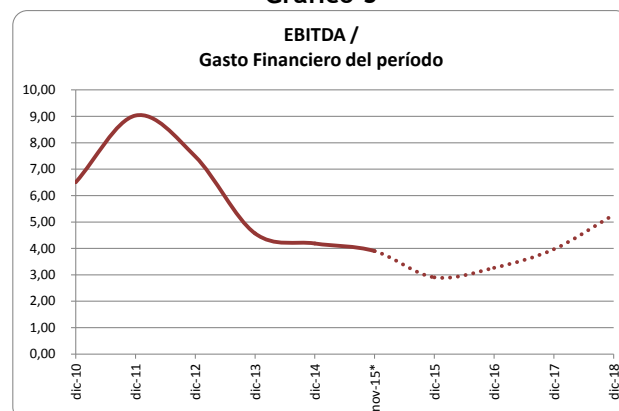
Tanto a 2015, como en los siguientes tres años, ASSA espera mantener flujos de caja libre (FCL) positivos; esperamos que la generación operativa resulte suficiente para sostener los resultados, niveles de liquidez y niveles de eficiencia operativa de la empresa.

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.

Tras la contracción del volumen del negocio, los requerimientos de fondeo adicional de la compañía se contraen. Adicionalmente, la política de ASSA de mantener una importante posición en caja (12% del activo total a nov-2015), genera un colchón importante frente a sus obligaciones financieras.

A nov-2015, el EBITDA cubre en 3.9 veces el gasto financiero, bajaría a 2.9 veces al cierre de 2015 aunque a futuro se prevé que dicha relación mejore pese a una generación operativa más acotada, gracias a la tendencia a reducirse de la deuda financiera. Los fondos disponibles incluyen una reserva importante de liquidez que mitigaría la menor cobertura 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 partir del 2016 A futuro esperamos que los niveles de rentabilidad sobre patrimonio promedio (ROE) y sobre activos promedios (ROA) se presionen por debajo de lo observado históricamente, debido a



reducción en resultados.

Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	nov-15
Total Activo Corriente	65%	63%	55%	64%	68%	72%
Fondos Disponibles	5%	4%	5%	9%	11%	12%
Inversiones temporales	1%	2%	3%	3%	1%	0%
CxC Comerciales	38%	43%	31%	32%	39%	36%
Inventarios Neto	20%	13%	15%	19%	13%	22%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	2%	1%	0%	1%
Gastos anticipados	0%	0%	0%	0%	0%	2%
Total Activo No Corriente	35%	37%	45%	36%	32%	28%
Propiedades	19%	23%	18%	18%	19%	19%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	1%	1%	2%	2%
CxCobrar LP Comerciales	10%	10%	23%	16%	9%	4%
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	nov-15
Total Pasivo Corriente	49%	35%	38%	40%	35%	32%
Deuda Financiera CP	26%	11%	18%	20%	12%	9%
Deuda Comercial	13%	15%	16%	11%	11%	17%
Otros Pasivos CP	11%	8%	4%	9%	12%	5%
Total Pasivo LP	6%	12%	16%	10%	7%	4%
PATRIMONIO	44%	54%	46%	50%	57%	64%

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

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Desde el año 2013, cuando ASSA limitó el financiamiento de cartera propio, el flujo de caja libre (FCF) de la compañía ha sido positivo. En efecto, aun en períodos expansivos, cuando las necesidades de capital de trabajo han sido importantes, la generación operativa ha resultado suficiente para cubrir los requerimientos del negocio, dando lugar a un FCF positivo.

A nov-2015, ASSA mantiene su política de mantener cartera comercial de corto plazo y en un cupo limitado, lo que reduce sus necesidades de fondeo adicional. Los requerimientos de mayor capital de trabajo provienen fundamentalmente del crecimiento de las cuentas por cobrar comerciales y los inventarios.

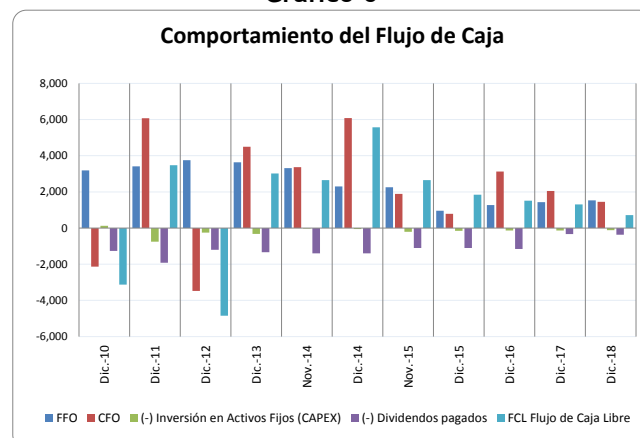
De cara al futuro, ASSA estima mantener una holgada posición de liquidez, dadas las menores presiones por la caída en ventas; los requerimientos operacionales estarán dados por CAPEX (para mantenimiento), impuestos y pago de dividendos. Bajo el entorno actual no se espera que la empresa realice en los años venideros inversiones de capital importantes.

ASSA mantiene niveles de endeudamiento controlados, lo cual le permite a la Empresa estar mejor preparada para enfrentar el entorno negativo del País y del sector. De cara al futuro se espera una reducción en el promedio de las obligaciones financieras de la compañía, que compensarán el menor nivel de generación.

A nov-2015 el flujo de caja libre del período es positivo (USD 2.6MM), recursos utilizados en su

mayoría para disminuir la deuda financiera.

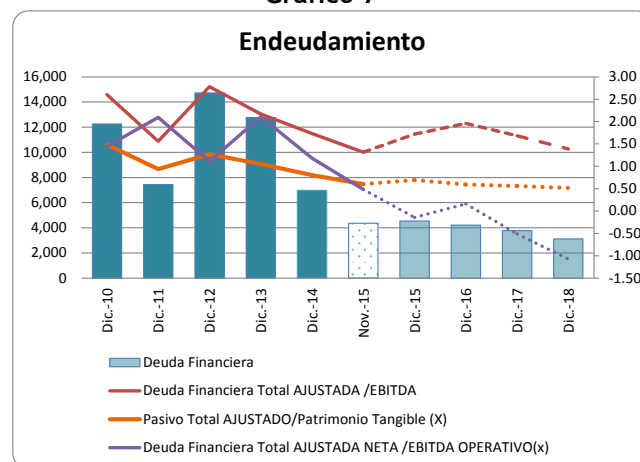
Gráfico 6



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

Como se puede ver en el gráfico, esperamos que en 2015 y hacia adelante la generación de flujo de caja se reduzca debido a la reducción en la generación operativa, pero continúe siendo positiva. Como se dijo anteriormente, no se esperan inversiones importantes en activos fijos ni cambio en la política de pago de dividendos.

Gráfico 7



* El indicador contempla un EBITDA anualizado.

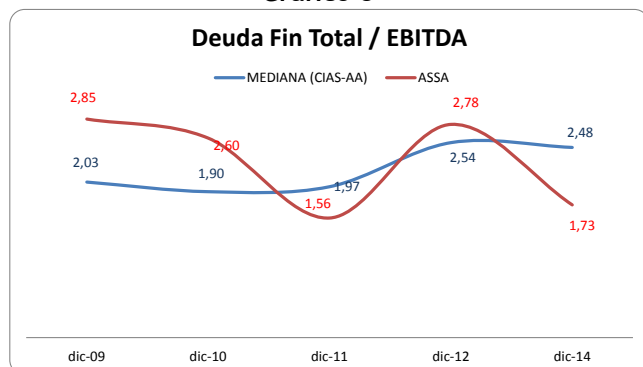
Fuente: Automotores de la Sierra S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Como se puede ver en el gráfico precedente, la tendencia de la deuda financiera en dólares es a contraerse; sin embargo, el peso del endeudamiento sobre EBITDA en 2016 va a ser mayor, por causa de las presiones en la generación operativa de la empresa. No obstante, al ajustar la deuda financiera con la caja, se aprecia que dicha reserva de liquidez le provee de flexibilidad adicional para el pago de sus obligaciones financieras.

El indicador de pasivo total sobre patrimonio tangible es estable y se espera que caiga levemente, 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; cabe destacar que para efectos del análisis no se ha considerado como deuda financiera los saldos adeudados a Produbanco (USD 6.5MM a nov-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 sea cancelada 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. Dicho pasivo se iría reduciendo conforme la cartera se vaya recuperando. A nov-2015, la deuda financiera por venta de cartera representa el 19.2% del pasivo.

Deuda Financiera: Estructura USD M

al 30 de noviembre de 2015	Pagos Corrientes			Total
	Corto Plazo	Largo Plazo		
Obligaciones bancarias	0	2.686	289	2.976
Emisiones con m. valores	0	1.017	363	1.380
Fideicomiso ASSA	0	0	0	0
Total	0	3.704	652	4.356

Con respecto a la estructura de fondeo, el 85% 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. A nov-2015, existe un

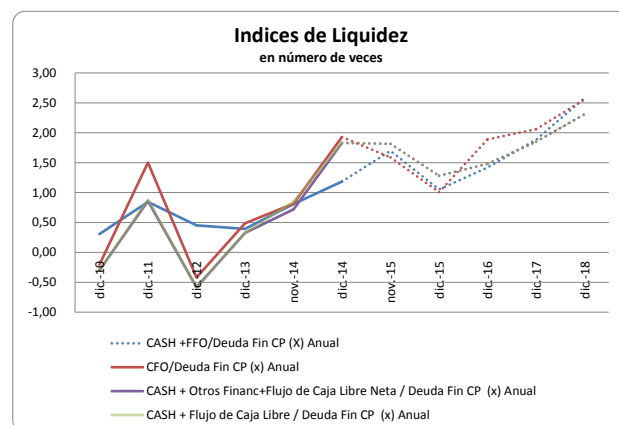
saldo por pagar de USD 1.38MM de las series A y B de la cuarta emisión de obligaciones.

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.

La liquidez de la compañía, incluida la reserva de efectivo existente, cubre el pago de la deuda de corto plazo en 1.95 veces a nov-2015; se espera que cierre 2015 con un índice menor pero igualmente holgado (1.5 veces) y que el nivel al menos se sostenga a futuro. Dada la contracción del negocio, la liberación de recursos permitiría mejorar las reservas de efectivo a futuro.

Se esperaría también que a partir de 2016 la empresa utilice su flujo de caja libre para reducir el nivel de deuda.

A noviembre-2015 ASSA mantiene fondos disponibles por USD 4.8MM, de los cuales aproximadamente USD 1MM se consideran necesarios para la operación y la diferencia podría utilizarse como contingente de liquidez. Por otro parte, la deuda financiera (sin considerar la línea



de financiamiento de inventarios) es de USD 4.4MM.

Los recursos líquidos limitan la exposición del emisor al riesgo de refinanciamiento. Adicionalmente, la empresa se ha beneficiado históricamente del financiamiento de proveedores, del apoyo de los accionistas a través de garantías que le permiten acceder a financiamiento en el sistema financiero, y de su calidad crediticia que le otorga alternativas en el mercado de valores.

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	nov-15
Activo Líquido (USD M)	4.828,53
Activo Ajustado (USD M)	39.804,48
Activo Total (USD M)	41.604,77

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gta General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	1.589,48	1.589,48	3,04	25,04
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	7.379,21	8.968,69	0,54	4,44
3era	Deuda sin garantía específica de balance	5.956,04	14.924,73	0,32	2,67
TOTAL		14.924,73	14.924,73	0,32	2,67

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 2.67 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 72% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 28% 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	nov.-15	dic.-15
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de las utilidades neta.	39%	43%	45%	45%
2. Mantener una relación Pasivo total/Patrimonio tangible inferior a 2.	1.05	0.80	0.60	0.70

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.

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 y venció el 18 de noviembre de 2015.

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	Nov-15
Resumen de Resultados						
Ventas	109,151	107,141	112,832	109,968	97,060	72,622
% crecimiento	31.6%	-1.8%	5.3%	-2.5%	-11.4%	-18.4%
MARGEN BRUTO (%)	10.0%	10.2%	10.2%	10.3%	9.5%	10.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,710	4,768	5,296	5,886	4,028	3,038
MARGEN EBITDA (%)	4.3%	4.5%	4.7%	5.4%	4.1%	4.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,710	4,768	5,296	5,886	4,028	3,038
MARGEN EBITDAR (%)	4.3%	4.5%	4.7%	5.4%	4.1%	4.2%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,523	4,450	4,791	5,232	3,212	2,363
MARGEN EBIT (%)	4.1%	4.2%	4.2%	4.8%	3.3%	3.3%
Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-1,288	-962	-779
Impuestos a la renta	-794	-827	-835	-961	-766	0
UTILIDAD NETA	3,149	3,170	3,453	3,158	2,430	3,651
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	2,395	2,149	3,566	5,825	5,020	4,829
Capital de Trabajo	18,410	14,626	13,771	18,052	17,085	16,806
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,338	15,310	14,321	14,622	16,347	14,969
Inventarios	8,175	4,757	6,810	8,720	5,402	9,114
Cuentas por Pagar Proveedores	5,103	5,441	7,360	5,290	4,664	7,277
Deuda Financiera Total	12,253	7,436	14,725	12,772	6,971	4,356
Otros Pasivos	5,237	3,619	2,868	5,053	6,224	3,291
Patrimonio	17,856	19,108	21,360	23,179	24,129	26,680
Patrimonio Tangible	15,211	17,555	19,672	21,957	22,282	24,879
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	4,710	4,768	5,296	5,886	4,028	3,038
(-) Gasto Financiero del período	-724	-528	-708	-1,288	-962	-779
(-) 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	2,259
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,322	2,663	-7,230	864	3,779	-373
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2,130	6,076	-3,477	4,500	6,079	1,885
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	189	303	350	176	973	2,327
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-45	-228	-145	0	-27	-260
(+) (-) 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	-203
(-) 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	2,649
Margen de Flujo de Caja Libre %	-2.9%	3.2%	-4.3%	2.7%	5.7%	3.6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	312	-4,817	7,289	-1,953	-5,800	-2,615
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-573	1,018	-795	1,194	-170	17
OTRAS INVERSIONES NETO	-101	74	-229	0	-401	-244
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	-193
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	3.90
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	6.51	9.03	7.48	4.57	4.19	3.90
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.51	9.03	7.48	4.57	4.19	3.90
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	2.60	1.56	2.78	2.17	1.73	1.31
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	2.09	1.11	2.11	1.18	0.48	(0.14)
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	41%	28%	41%	36%	22%	14%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.31	0.84	0.45	0.39	1.18	1.70
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.20)	1.50	(0.42)	0.49	1.20	0.56
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.30)	0.88	(0.59)	0.33	1.83	1.81
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	(0.30)	0.86	(0.58)	0.33	1.83	1.81



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.