



Ecuador Obligaciones Generales

Automotores de la Sierra S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Primera Emisión de Obligaciones	AA+	AA	18-03-11
Segunda Emisión de Obligaciones	AA+	AA	18-03-11
Papel Comercial	AA+	AA	18-03-11

Primera Emisión de Obligaciones en circulación:

Concepto	Clase A	Clase B	Clase C
Fecha de emisión	1-Apr-08	1-Apr-08	1-Apr-08
Fecha de vencimiento del programa	1-Apr-09	1-Oct-10	1-Apr-11
Monto (USD)	1.000.000	1.500.000	1.500.000
Saldo en circulación		0	525
Plazo (días)	360	900	1.080
Tasa Reajuste	Pasiva Referencial +2.25%	Pasiva Referencial +2.50%	Pasiva Referencial +2.75%
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	Semestral	Semestral	Semestral
Base Cálculo intereses	360/360	360/360	360/360
Garantía	General	General	General

Segunda Emisión de Obligaciones en circulación:

Concepto	Clase A			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Fecha de emisión	16-Jul-09	16-Jul-09	16-Jul-09	16-Jul-09
Fecha de vencimiento del programa	16-Jul-11	16-Jul-11	16-Jul-11	16-Jul-11
Fecha tope para emitir	23-Mar-10	23-Mar-10	23-Mar-10	23-Mar-10
Monto (USD)	750.000	500.000	200.000	50.000
Saldo en circulación	550.000	366.667	146.667	36.667
Plazo (días)	720	720	720	720
Tasa Reajuste	Pasiva Referencial + 3%	Pasiva Referencial + 3%	Pasiva Referencial + 3%	Pasiva Referencial + 3%
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Base Cálculo intereses	30/360	30/360	30/360	30/360
Garantía	General	General	General	General

Perfil

Automotores de la Sierra S.A. es una empresa ecuatoriana autorizada por General Motors desde 1982 para trabajar como concesionario de la marca Chevrolet en la zona Centro del Ecuador (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). Actualmente posee siete puntos de venta en Ambato, Riobamba y Latacunga y cuenta dentro de su zona con una participación de mercado de 12.7%, siendo el segundo concesionario más importante en el Ecuador, medido por su nivel de ventas anuales.

FECHA COMITE: Marzo 18, 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 2010 y Enero 2011

Emisión de Papel Comercial en circulación:

Concepto	Clase A: USD 600.000			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Fecha de emisión	Empezó a colocarse desde julio de 2009			
Fecha de vencimiento del programa	23-Jun-11	23-Jun-11	23-Jun-11	23-Jun-11
Fecha tope para emitir	22-Jun-11	22-Jun-11	22-Jun-11	22-Jun-11
Monto (USD)	300.000	140.000	120.000	40.000
Saldo en circulación	0	0	0	0
Plazo del programa (días)	720	720	720	720
Tasa Reajuste	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	359 días	359 días	359 días	359 días
Base Cálculo intereses	30/360	30/360	30/360	30/360
Garantía	General	General	General	General

Concepto	Clase B: USD 900.000			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Fecha de emisión	Empezó a colocarse desde julio de 2009			
Fecha de vencimiento del programa	23-Jun-11	23-Jun-11	23-Jun-11	23-Jun-11
Fecha tope para emitir	22-Jun-11	22-Jun-11	22-Jun-11	22-Jun-11
Monto (USD)	400.000	300.000	140.000	60.000
Saldo en circulación	303,333	190,667	112,667	43,333
Plazo del programa (días)	720	720	720	720
Tasa Reajuste	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	359 días	359 días	359 días	359 días
Base Cálculo intereses	30/360	30/360	30/360	30/360
Garantía	General	General	General	General

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Jeanneth Molina
(593 2) 254 83 93
jmolina@bankwatchratings.com

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de calificación de BWR, decidió elevar la calificación para el papel comercial y para las emisiones de obligaciones en circulación de ASSA de AA a AA+; dicha calificación de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, corresponde a **“los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.”**

La calificación otorgada es una calificación local que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

La calificación de las emisiones descritas reconoce la sólida posición financiera de la empresa, la calidad y recurrencia de los resultados operativos, el posicionamiento de la empresa en el mercado y la calidad de su administración.

ASSA es generadora recurrente de flujos operativos positivos, y suficientes para financiar el crecimiento del negocio. Sin embargo, la deuda financiera ha venido creciendo de manera importante desde el 2008, año desde el cual la caja se ha mantenido en niveles superiores al histórico.

En el 2009, la deuda del balance creció para financiar, CAPEX y negocios del grupo económico principalmente. Los requerimientos de capital de trabajo en el 2010 fueron particularmente altos por la expansión del negocio y la necesidad de financiar cartera. La expansión del negocio en 2010, fue la mayor en la última década. El pago de dividendos a los accionistas también requirió ser financiado en ese año.

El incremento de la cartera ha sido financiado a través de la venta de cartera con recurso. Debe indicarse que tanto para el análisis de liquidez como de endeudamiento, se ha considerado que el contingente, que representa esta transacción, no tendrá que ser asumido por el emisor ya que estos recursos han sido históricamente liquidados con la misma cartera vendida. El comportamiento de la cartera será un factor importante en el análisis de seguimiento.

El crecimiento de la deuda ha venido presionando los indicadores de liquidez en relación a los registrados históricamente, especialmente aquellos calculados en base a la generación orgánica de cada período, sin embargo, la caja que mantiene la empresa sumada a dicha generación representa una fortaleza de liquidez al menos de corto plazo, cubriendo holgadamente la deuda que vence dentro de un año. Este factor fue determinante en la decisión del Comité de Calificación de incrementar la calificación de las operaciones descritas que vencen hasta junio del 2011.

Para mantener la caja en los niveles actuales la empresa cuenta con alternativas de financiamiento en los mercados financieros gracias a la estructura financiera de la empresa y a la capacidad económica de los accionistas quienes apoyan a la empresa con garantías personales.

El aumento de la deuda también ha venido presionando los indicadores de apalancamiento en relación a años anteriores tanto frente a la generación (EBITDA) como en relación al patrimonio, a pesar de que tanto la generación como el patrimonio han mantenido un crecimiento consistente fundamentado en el aumento de las ventas.

Para este año 2011, las proyecciones incorporan reducción de ventas en consistencia con las expectativas de mercado y debido a las intenciones del gobierno de establecer cupos de importación para precautelar la balanza de pagos del país y la posibilidad de que se incrementen los impuestos relacionados a los vehículos.

La demanda de vehículos y especialmente de la marca comercializada por ASSA, sigue siendo importante aunque se estima que en menores niveles que en años anteriores y la oferta de financiamiento se mantiene. Al momento es todavía difícil cuantificar los efectos que las restricciones del gobierno pudieran generar en el sector automotor. Se estima que existe un riesgo sistémico en este sentido.

A pesar de lo dicho, consideramos que la empresa seguirá generando resultados atractivos para sus accionistas y suficientes para cumplir con sus obligaciones aún cuando los márgenes pudieran presionarse. No se espera salida de recursos para relacionadas ni montos extraordinarios en dividendos (máximo 50% de las utilidades netas). El financiamiento de cartera que requirió de flujos importantes en el 2009 y 2010, se ha reducido en relación a las ventas y se espera que se siga reduciendo en adelante. De lo dicho se concluye que la empresa no requerirá de capital de trabajo adicional a menos que las condiciones del mercado previstas, cambien.

Estimamos que el riesgo económico de ASSA se mantendrá estable en el tiempo manteniendo o reduciendo los niveles de endeudamiento frente a la generación y al patrimonio, lo que imprime en su gestión flexibilidad financiera para enfrentar riesgos externos.

ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Administración con conocimiento y experiencia.
- Aplicación de metodologías de control de calidad, control de costos y satisfacción del cliente.
- Soporte técnico y financiero de General Motors
- Buen Gobierno Corporativo.

OPORTUNIDADES

- Posible crecimiento en otras áreas geográficas.



- Combinación de precios, que se ha colocado en el rango menos afectado por variaciones arancelarias.

DEBILIDADES

- Concentración geográfica.
- Falta de políticas establecidas para la transferencia de flujos hacia relacionadas.
- Tendencia creciente de la cartera morosa.

AMENAZAS

- Fuerte competencia de otras marcas en el sector.
- Ventas dependientes de la oferta de crédito en el mercado, que a su vez es sensible a la estabilidad económica y política.
- Ajuste de políticas de crédito por parte de Instituciones Financieras, reduciendo las alternativas de financiamiento para clientes.
- Arancel escalonado para automotores, en función del precio.
- Ingreso de nuevas marcas asiáticas al mercado.
- Entorno macroeconómico incierto.

DESCRIPCION DEL EMISOR

Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) se crea en Ambato en el año 1960. ASSA manejó inicialmente la marca Volkswagen en la zona. En 1982 fue autorizada por General Motors para ser Concesionaria de su marca Chevrolet para la zona central del País (provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo), negocio principal de la empresa en la actualidad.

Además de la venta de vehículos nuevos, la Empresa cuenta con talleres de servicio técnico, venta de repuestos y comercialización de autos usados.

ESTRUCTURA

EMPRESAS SUBSIDIARIAS E INVERSIONES EN ACCIONES

ASSA mantiene inversiones en las siguientes empresas:

Empresas Vinculadas por Propiedad	Actividad	V.Libros	% Participación accionaria
Ecuadorán	Elaboración de transformadores eléctricos	\$ 31,436.98	2.80%
Plan Automotor S.A.	Financiamiento de vehículos	\$ 25,384.62	2.31%
Otros menores	Diversas	\$ 4,411.28	
Total General		\$ 61,232.88	

Al 31 de diciembre de 2010.

ASSA contabiliza sus inversiones en acciones; así como los ajustes en el valor de las acciones de acuerdo al método del Valor Histórico.

Es importante anotar que las principales inversiones están relacionadas con el mercado automotor y son rentables.

Adicionalmente, los accionistas de ASSA poseen otras empresas, que no necesariamente están en el mismo rubro de negocios.

EMPRESAS VINCULADAS POR ACCIONISTA:

Empresas Vinculadas por Accionistas
Bienes Raíces de la Sierra - Puntosierra S.A.
Llantasierra S.A.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

La estructura accionarial de ASSA refleja su origen familiar. Existen 32 socios accionistas individuales, clasificables de la siguiente forma:

Accionistas	Participación
Pertenecientes a familia Sevilla	62.5%
Pertenecientes a familia Cabeza de Vaca	26.5%
Otros accionistas con participación menor al 5%	11.0%

Los accionistas tienen otros negocios en Ambato, entre los que figuran una inmobiliaria, locales de venta de vehículos de distintas marcas y de comercialización de neumáticos.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

El Directorio participa activamente en las decisiones del negocio y está formado por la Presidencia Ejecutiva, la Gerencia General y otros socios de la Empresa. Desde junio de 2010 ASSA cuenta con un Gerente General independiente; dicho cargo en el pasado y desde el inicio de la compañía fue ocupado por un miembro de la familia de los accionistas mayoritarios.

La Institución genera reportes periódicos que permiten que la Administración supervise el cumplimiento de los objetivos planteados y evalúe a su personal, con base en parámetros objetivos. Para la evaluación a nivel ejecutivo, se utiliza un sistema de "Balance Score Card".

La Empresa tiene un organigrama dividido por unidades de negocio. Cada unidad de negocios está liderada por un gerente y existen centros de costos para cada oficina que permiten manejar una política estricta de control presupuestario.

ASSA se maneja bajo el concepto de centros autónomos de eficiencia, utilizando contabilidad de costos para cada unidad administrativa y de negocios. La Institución tiene manuales de procedimientos actualizados periódicamente para los distintos procesos y proyectan en el corto plazo certificarse con las normas ISO 9000.

El presupuesto anual de inversión lo realiza con la asesoría de General Motors en cuanto a las perspectivas de ventas y las características del mercado. Para la planificación de Recursos Humanos la empresa ha recibido asesoría externa desde hace año y medio, con un enfoque en el desarrollo del personal.

Con respecto a la infraestructura informática, la contabilidad de los distintos puntos de venta se encuentra totalmente integrada. La empresa ha desarrollado un nuevo software para manejar todos los procesos principales de la Empresa.

ASSA cuenta con procesos implementados para la originación y cobranza de créditos, lo cual le permite tomar decisiones rápidas, eficientes y con bajo riesgo. También cuenta con políticas en cuanto a cuotas de

entrada (40%) y plazos máximos (24 meses) seguros, garantías, etc.

RIESGO SECTORIAL

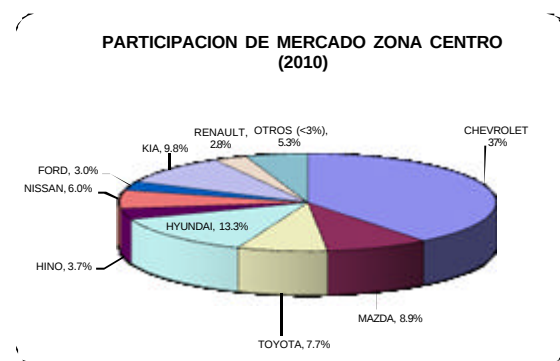
Los riesgos más importantes que amenazan el sector automotor son:

- Inestabilidad económica y restricciones de liquidez en el entorno macroeconómico y en el sistema financiero.
- Intervención del gobierno a través de cupos, tasas impositivas y/o aranceles.
- Competencia alta entre marcas.

Para mayor información favor referirse a los anexos adjuntos.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

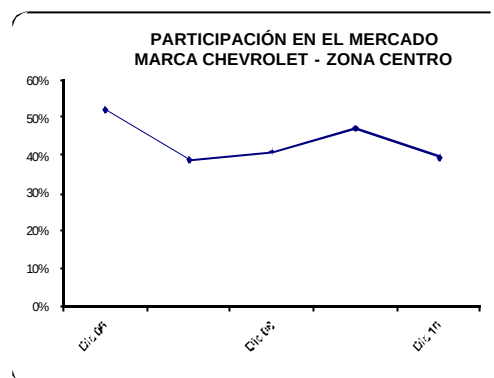
Automotores de la Sierra (ASSA) es un concesionario de Chevrolet, marca líder en el mercado local.



La Empresa tiene exclusividad para la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). A dic-10, las ventas de ASSA representan el 9% de las ventas totales de la Marca a nivel nacional, y el 32.3% de las ventas en la zona 3. ASSA durante 2010 colocó 4.871 vehículos nuevos (entre automóviles y flotas) y a ene-11 282 unidades.

ASSA mantiene su posicionamiento como concesionario de la red de ventas de la marca Chevrolet, medido por el número de unidades vendidas en el año. Actualmente cuenta con 224 empleados y 8 puntos de venta ("ASO's") ubicados en Ambato (5), Riobamba y Latacunga. En Riobamba, cuenta además con un local de exhibición de vehículos de segunda mano, recibidos como parte de pago de automotores nuevos.

ASSA se beneficia del apoyo y control de General Motors en cuanto a la obtención de información estadística de la industria automotriz, planificación de estrategias y monitoreo de indicadores relacionados principalmente con la calidad del servicio brindado y la gestión operativa de cada uno.



FUENTE: ASSA, Basado en información de General Motors

Presentación de Cuentas:

La empresa se encuentra en proceso de implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera. Los estados financieros empleados en el análisis son interinos a enero de 2011 y no auditados a diciembre de 2010; se presentan parcialmente bajo las normas NIIF. Se espera que el registro total bajo las normas NIIF muestre más bien efectos positivos.

Para los años 2008 y 2009, los estados financieros fueron auditados por PriceWaterhouseCoopers. Se emplearon para el reporte estados financieros interinos con corte a dic-10 y ene-11.

GESTION OPERATIVA

La principal línea de negocios de ASSA la constituyen vehículos, seguida –a una amplia distancia– por la línea de repuestos:

Ingresos por Línea de Negocios	2008	%	2009	%	2010	%	Ene-11	%
Vehículos Nuevos	68,502	91.4%	67,212	90.1%	91,426	91.2%	5,418	87.6%
Vehículos Usados	355	0.5%	489	0.7%	507	0.5%	18	0.3%
Repuestos	4,248	5.7%	4,909	6.6%	6,011	6.0%	517	8.4%
Talleres	1,809	2.4%	1,970	2.6%	2,279	2.3%	231	3.7%
Total General	74,915	100%	74,580	100%	100,224	100%	6,184	100%

Participación en Unidades Vendidas				
Tipo Vehículo	2008	2009	2010	Ene-11
Vehículos Nuevos	87.6%	86.8%	89.2%	87.9%
Vehículos Usados	12.4%	13.2%	10.8%	12.1%
P.Venta Promedio	16,039	14,912	19,122	19,212
Margen bruto	12.5%	13.1%	12.5%	12.1%

ASSA cierra el año 2010 con un crecimiento en utilidad del 21%, el mayor en los últimos años; originado en el desempeño del mercado automotor, estableciéndose un nuevo record en ventas. Para 2011 las perspectivas son a reducir las ventas.

Los resultados crecientes que la empresa ha venido generando en los últimos años provienen de su negocio principal, de manera que el resultado a dic-10 y ene-11 es de buena calidad y recurrente.

La utilidad neta a dic-10 suma USD 3MM y la de enero USD 134M, esta última anualizada muestra un decrecimiento del 47%. Cabe destacar que el mercado automotor es estacionario, y los mayores niveles de



ventas se dan en el cuarto trimestre de cada año, lo que podría mejorar el resultado neto.

Los ingresos por ventas y servicios de ASSA crecieron 34% anual a dic-10, siendo la línea de vehículos el componente más expansivo, seguido por repuestos y talleres. Por línea de negocio, la sección de vehículos nuevos, continúa siendo la más importante con el 87.6% del volumen de ingresos.

Si bien 2010 fue un año de extraordinarias ventas, el margen bruto se apretó como consecuencia de la combinación de productos en el año, pues las unidades más vendidas fueron aquellos vehículos de menor precio, lo que presionó el margen global de esta línea. Adicionalmente, los ingresos por ventas se vieron afectados ya que a diferencia de años anteriores, GM no entregó bonos por cumplimiento de objetivos a causa de la caída en la participación de la marca.

A futuro, la empresa espera mantener los niveles actuales del margen bruto por medio del control de costos de ventas, y en función del desempeño del mercado y de la marca GM, podría verse beneficiada por mayores ingresos.

El margen EBIT operativo, por otro lado, mantiene la misma tendencia a reducirse y se espera que se establezca en alrededor del 4%. A dic-10 es de 4.82% sobre las ventas, y 3.63% a ene-11. El negocio de financiamiento (intereses ganados) tiene un aporte superior al 10% en el resultado operativo de la empresa.

La empresa realiza una adecuada gestión operativa, con un desempeño de ventas superior a la media de concesionarios chevrolet (y de otras marcas), manteniendo niveles de rentabilidad atractivos y estables. ASSA compara sus indicadores de rentabilidad y de eficiencia con los de otros concesionarios de la marca Chevrolet, y se mantiene en los primeros lugares.

INDICES	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Ene-11
ROE	18.93%	20.64%	22.84%	11.25%
ROA	9.14%	9.77%	10.56%	5.11%
Utilidad Neta/Ventas	2.95%	3.37%	3.03%	2.18%

El punto de equilibrio de ventas de ASSA es USD 2.8 millones, lo que equivale a menos de 200 vehículos al año, frente a un promedio anual de venta en los últimos años de alrededor de 3400 unidades.

	2008	2009	2010	Ene-11
ASSA	4219	3613	4781	282
Promedio	3357.50	3408.60	3637.33	3696.67
% crecimiento	33.7%	46.8%	126.8%	70.8%

Alrededor del 95% de los egresos operacionales de ASSA corresponde a gastos de comercialización, en concordancia con la naturaleza de su negocio principal; frente a las ventas, éstos representan el 6.6% a dic-10 y el 8.1% en ene-11. Los gastos administrativos a dic-10 respecto de las ventas, llegan al 1% y al 1.3% a ene-11.

El gasto de personal (sueldos, beneficios, honorarios de la Administración, y comisiones de venta) continúa siendo el componente más importante de la estructura de gastos; le siguen: gastos administrativos pagados a GMAC, el costo de la preparación de vehículos antes de su venta y depreciaciones. Las remuneraciones de personal tienen componentes variables importantes, en

función de la naturaleza de cada posición; de manera que están atadas en parte al desempeño de las ventas.

A dic-10, los gastos financieros de la empresa ascienden a USD 601M y a USD 63M en ene-10, manteniendo un peso inferior al 1% de los ingresos por ventas y servicios. El costo promedio de financiamiento está alrededor del 10%, en períodos expansivos se encarece como resultado de las condiciones de mercado. La estructura del pasivo financiero determina sus costos, pues la deuda bancaria es la más costosa.

La cobertura del gasto financiero con el EBITDA de la empresa se ha mantenido históricamente sobre las 8 veces.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS (USD MILES)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Ene-11
Total Activo Corriente	19,206	19,243	25,450	24,120
Fondos Disponibles	2,382	2,394	6,356	5,452
Inversiones temporales	3,482	3,493	501	501
C x Cobrar Comerciales	8,241	7,301	8,071	5,479
Inventarios Neto	4,675	4,131	8,207	10,029
C x cobrar Relacionadas	137	1,332	1,471	1,476
Otras cuentas por cobrar	288	591	844	1,184
Total Activo No Corriente	6,803	6,276	6,742	6,843
Propiedades	3,609	5,035	4,445	4,146
Inversiones Acciones	713	81	61	62
C x Cobrar LP Comerc	2,481	1,160	2,235	2,635
ACTIVOS TOTALES	26,009	25,519	32,192	30,963

A dic-10, los activos de ASSA muestran un crecimiento anual del 26%, acorde con el comportamiento del mercado, al ser 2010 un período récord para la industria. Los requerimientos del negocio explican la estructura del balance actual, donde la cartera comercial, los inventarios y los fondos disponibles son las cuentas más representativas.

Aproximadamente el 85% de las ventas de ASSA se realizan a crédito. Dichas operaciones se manejan con distintas opciones de financiamiento de acuerdo a las características del cliente: crédito directo ASSA¹, o financiamiento de instituciones financieras.

La necesidad de la empresa de financiar directamente a sus clientes cobra importancia cuando la oferta de crédito en el mercado se reduce. Hasta el 2008, ASSA financió directamente menos de 15% de sus ventas. En el 2009, este financiamiento representó más del 23% y en julio del 2010 fue superior al 30%.

Hacia finales de 2010 se decidió limitar el financiamiento directo y al 31 de dic-10 representó el 13.91%. Cuando la cartera financiada sobrepasa la capacidad de la empresa, se fondea a través de la venta de cartera a distintas instituciones financieras. En dichas operaciones, la empresa continúa realizando las funciones de administración y recuperación de cartera y

¹ Por política mantiene un promedio de USD 7 millones dedicados a esta actividad; sin embargo, ha llegado a destinar mayores recursos cuando el mercado lo ha requerido.



mantiene la responsabilidad sobre el riesgo de crédito de los clientes.

Desde el año 2007 se realizan ventas “con responsabilidad”, debido a que el sistema financiero tuvo menor disponibilidad a comprar cartera. A dic-10, las ventas de cartera fueron de USD 7.9MM, 74.1% con recurso; mientras que para ene-11 la cartera vendida sumó USD 7.4MM, 81.9% con responsabilidad.

La cartera de la empresa es esencialmente de corto plazo, a dic-10, el 92.2% de la cartera está vigente vigente (no en mora), el 52.6% tiene plazos de hasta 30 días, y el 21.0% tiene plazos superiores a 360 días. A ene-11, el 11.1% de la cartera está vencido, con el 69.2% en plazos de hasta 30 días. La cartera productiva en enero muestra el 28.8% con plazos superiores a 360 días.

Por el sistema de registro de la empresa, la cartera de riesgo es igual a la vencida. Los niveles de morosidad son 7.8% a dic-10 y 11.1% a ene-11; la cobertura vía provisiones llega a 0.48 veces y 0.34 veces, respectivamente. Al tratarse de cartera automotriz, estadísticamente se ha observado que la morosidad superior a 3 cuotas en el mercado ecuatoriano cae significativamente; sensibilizando los niveles de cobertura con provisiones para cartera vencida de más de 3 cuotas, a dic-10 es 2.43 veces y 1.98 veces en ene-11.

Hace parte de las cuentas comerciales el inventario de vehículos usados que se recibe como parte de la cuota de entrada en la venta de vehículos nuevos y cuya venta es intermediada por ASSA. A dic-10 suma USD 1.6MM y USD 1.601M a ene-11.

Los inventarios de ASSA a los períodos de análisis son: USD 8.2MM en dic-10 y USD 10MM en ene-11. Desde diciembre de 2008 se observa un incremento sostenido en esta cuenta, que podría explicarse por el riesgo de no disponibilidad frente a potenciales clientes, que la empresa trata de mitigar. El inventario corresponde fundamentalmente –alrededor del 83%– a vehículos (entre livianos y pesados), le siguen en importancia repuestos –abajo del 12%–.

El control del stock se encuentra centralizado en la Matriz, donde se coordina según el caso, el pedido de los carros nacionales a Omnibus BB y la importación de los automóviles requeridos. Por el tiempo que involucra el proceso, ASSA requiere un plazo de aproximadamente seis meses para adecuar sus inventarios a condiciones cambiantes de mercado.

Un rubro importante que hay que destacar dentro de los activos es la caja e inversiones que maneja la empresa, representan aproximadamente el 20% de los activos totales y constituyen una reserva de liquidez para la empresa.

El activo fijo representa el 13.8% a dic-10 y el 13.4% a ene-11; corresponde a terrenos, edificios y bienes muebles utilizados para el negocio.

ASSA mantiene cuentas por cobrar con compañías relacionadas por accionariado, que suman USD 2.2MM en dic-10 y USD 2.6MM en enero.

ENDEUDAMIENTO

INDICES	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Ene-11
Deuda Fin. Total AJ/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.98	1.30	1.44	1.79
Deuda Fin. Total + Contingentes /EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.62	3.34	2.57	3.52
Deuda Fin. Tot Ajust Neta/EBITDA o EBITDAR operat (x) Anual	-0.36	0.09	0.12	0.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	1.43	1.86	2.10	2.27
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	26.46%	33.74%	34.51%	30.21%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.09%	0.09%	0.00%	0.00%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (%)	30.51%	48.54%	41.77%	37.87%
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.19	1.17	1.41	1.27
Pasivo Total AJUSTADO/ Patrimonio Tangible	1.30	1.25	1.51	1.41
Deuda Financiera Total Ajustada/ Patrimonio Tangible	0.40	0.61	0.63	0.53

Los niveles de endeudamiento de ASSA continúan arriba de sus históricos, situación que obedece al comportamiento del mercado en 2009 y 2010. Los últimos años fueron de altos niveles de requerimientos para el negocio, períodos expansivos, con necesidades de financiamiento adicional, para hacer frente a la demanda de vehículos. El incremento de la deuda ha servido para financiar cuentas por cobrar, inventarios, activos fijos propios y de relacionadas, y dividendos.

Para 2011, los requerimientos de capital de trabajo variarán en función del mercado. ASSA prevé una reducción en sus necesidades de financiamiento.

INDICES	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Ene-11
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	11.90	10.62	8.68	4.14
(EBITDA - Inver. en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.30	6.85	8.68	4.14
EBITDAR / Cargos Fijos (int. y cuota leasing del período)	8.16	8.61	8.68	3.51
FFO/int. del período (FFO/Interest cover)/FLEX FINANCIERA	9.49	8.62	6.96	4.65
CFO/Intereses del período (CFO/Interest cover)	6.63	6.12	1.86	-1.28
FFO/cargos fijos(int.período+cuota leasing)/FLEX FINANCIERA	6.23	6.83	6.96	3.20
CFO/cargos fijos	4.35	4.85	1.86	-0.88

Si bien ha habido un incremento del financiamiento contratado y un apretón de sus flujos, la generación operativa de la compañía cubre holgadamente, tanto a dic-10 como a ene-11 el gasto financiero del período, pero requiere financiamiento adicional para cubrir inversiones en CAPEX, pago de dividendos e inversiones en relacionadas.

En los últimos períodos, el principal mecanismo de endeudamiento adicional, lo constituyen las ventas de cartera, en parte con recurso; dicha porción representa un contingente para la empresa. Estas operaciones constituyen un elemento adicional, que incrementa la razón de endeudamiento de ASSA, especialmente frente a la generación operativa.

En 2010, el cambio de financiamiento de inventarios a través de otra institución y otra modalidad, contribuyó adicionalmente a presionar la necesidad de capital de trabajo, pues se redujo el plazo de proveedores. El aumento de inventarios observado tuvo financiamiento de proveedores.

Los niveles de apalancamiento que mantiene la empresa sobre patrimonio tangible & presionan adicionalmente por las cuentas por cobrar a relacionadas. Al incluir contingentes, la relación bordea las 2 veces; sin embargo, dada la calidad de la cartera, ésta ha sido la fuente primordial de pago y bajo un escenario normal, este comportamiento seguiría dándose.

ASSA cuenta con tres fuentes principales de fondeo: mercado de valores, bancos y proveedores; siendo esta última la más importante. La estructura de fondeo actual le otorga mayor flexibilidad para afrontar períodos más



restrictivos. Cabe destacar que la estructura del pasivo ha mejorado en los últimos años.

Principales fuentes de financiamiento	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Ene-11
Bancos	12.8%	9.3%	25.1%	23.9%
Mercado de Valores	17.6%	39.8%	16.6%	14.0%
Proveedores	41.3%	23.0%	33.7%	40.6%

A dic-10, la deuda con costo (incluido leasing y mercado de valores) es USD 7.5MM y USD 6.3MM en ene-11.

Desde 2010, el costo del financiamiento se ha encarecido. Bajo los parámetros actuales, cualquier endeudamiento adicional estará relacionado al crecimiento del negocio.

Las compras de vehículos a General Motors que realiza ASSA son financiadas en un 100% por GME, a través de Fiducia, con un convenio de cobro por medio de Produbanco. Dicha línea de crédito no tiene costo durante los primeros 30 días, actualmente es de USD 4.7MM para vehículos livianos y USD 2.3MM para pesados.

Otro pasivo importante a largo plazo es la provisión para jubilación, determinada con base en cálculos actuariales, que a la fecha analizada, representa alrededor del 4% del pasivo. Se estima que esta provisión es adecuada en relación a lo requerido.

ASSA, en el primer semestre de 2011 espera cobrar una cuenta a relacionados por una venta de activos, lo que reduciría sus requerimientos de financiamiento. Dicha operación implica la recuperación de flujos que salieron en el 2009, a través de dividendos.

Adicionalmente, la administración establecería el pago de dividendos hasta por el 50% para los próximos períodos, lo que favorecería la capitalización vía patrimonio. De acuerdo a las proyecciones los niveles de dividendos serían adecuados para fortalecer el patrimonio, además se prevé que no se realicen transferencias a relacionadas.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICES	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Ene-11
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total*	48%	69%	100%	74%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.59	0.80	0.48	0.59
FFO/ Porción Corriente LP (x) Anual	3.43	18.18	30.29	30.09
CASH+FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo	4.68	2.17	1.39	1.88
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.24	0.64	0.15	-0.21
CFO/ Porción Corriente LP (x) Anual	2.68	14.60	9.46	-10.53
CASH+FCL / Deuda Financiera C P (x) Anual	3.05	1.18	0.91	1.97
CASH+FCL / Por. Corr. de Deuda a L P (x) Anual	6.61	26.91	57.54	99.65

Como se mencionó, ASSA mantiene una generación operativa positiva, que cubre gastos financieros, impuestos y la variación de capital de trabajo. El CFO se presiona con el pago de dividendos e inversiones en CAPEX, y requiere financiamiento de terceros.

A ene-11, el flujo operativo requiere de financiamiento adicional para cubrir la variación de capital de trabajo. Sin embargo, al incluir el efectivo que mantiene la compañía su liquidez frente a obligaciones de corto plazo mejora significativamente.

Tanto a dic-10, como a ene-11, la liquidez de la empresa generada en el período es apretada e inferior a la de años precedentes, cubre parte de la deuda de corto plazo, debiendo refinanciar el resto de sus obligaciones. Para ene-11, el total de la deuda de corto plazo tendría que ser refinanciada o cubierta con el saldo de caja y /o inversiones temporales.

De acuerdo a las proyecciones, la incorporación de nueva deuda con el mercado de valores para reemplazar otros pasivos mejorará la estructura del pasivo de la empresa y ayudará a mitigar el desfase de plazos de balance; y el riesgo de refinanciamiento, al tratarse de una fuente estable de mayor plazo, con vencimientos programados. Cabe destacar que ASSA ha tenido acceso a líneas de crédito con IFI's sin dificultad y cuenta para el efecto con el apoyo de los accionistas a través de garantías.

La empresa mantiene fondos disponibles en inversiones y caja, que representan a ene-11, 1.3 veces la deuda financiera de corto plazo. La empresa históricamente ha mantenido altos niveles de fondos líquidos e inversiones, como reserva bajo situaciones de estrés.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa.

Según el artículo 13 de la Sección 1, del Capítulo 3, Subtítulo 1 del Título 3 "Oferta Pública de Valores", de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones.

Activos (Enero 2011)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravamen
Caja-Bancos	5,952.88		5,952.88
Cuentas por cobrar Comerciales	5,251.57		5,251.57
Cuentas por cobrar Otras	106.96		106.96
Inventarios	10,029.23	2,800.00	7,229.23
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	1,365.71		1,365.71
Cuentas por cobrar LP	2,634.64		2,634.64
Propiedades y Equipo	4,145.76	2,437.25	1,708.51
Inversiones de Largo Plazo	1,431.41		1,431.41
Otros Activos	45.00		45.00
TOTAL	30,963.16		25,725.91
MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)			2,312.37
PAPEL COMERCIAL			650.00
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			1,133.56
PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			528.81
EMISIONES / ACTIVOS GARANTIA GENERAL			9.0%

A ene-11, las emisiones en circulación representan el 9% de los activos libres de gravamen, lo que representa una cobertura de 11 veces. Al sensibilizar la cobertura restando contingentes del activo, ésta caería a 8 veces. Debe tomarse en cuenta sin embargo que la emisión de

obligaciones tiene la misma prelación frente a los activos libres que el resto de pasivos sin garantía.

Para las emisiones en circulación, adicional a los de ley, ASSA se ha comprometido a mantener los siguientes resguardos –para todas sus obligaciones con el mercado de valores–:

- Mantener una índice Pasivo Total / Patrimonio Total menor a 1.
- Mantener un índice Activo Corriente / Pasivo Corriente mayor a 1.4
- Mantener un inventario mínimo de USD 2 millones libres de todo gravamen.
- No preñar a terceros cartera de clientes por un monto de USD 3 millones y utilizar dichos recursos prioritariamente para el pago de la emisión.
- Mantener un índice Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo superior a 1.

Dichos resguardos protegen al inversionista de los títulos emitidos, al limitar decisiones que pudieran deteriorar la calidad crediticia de ASSA.

El cuadro que sigue, muestra la evolución de los resguardos en el tiempo:

Resguardos	2007	2008	2009	2010	Ene-11
Pasivo Total/Patrimonio Total (< 1)	0.96	1.18	1.05	1.26	1.14
Activo Corriente/Pasivo Corriente (> 1.4)	1.44	1.73	1.74	1.39	1.69
Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo > 1	1.11	1.24	0.64	0.15	-0.41

A la fecha de análisis ASSA no estaría cumpliendo el resguardo de endeudamiento, ni el de flujo de caja. Los niveles actuales de endeudamiento presionan la liquidez de la empresa, pese al buen desempeño operativo del período.

De acuerdo a lo estipulado, ASSA dispone de un trimestre para ajustarse, hay incumplimiento en este punto, originado en el acelerado crecimiento del negocio.

▪ COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION

La primera emisión de obligaciones de ASSA salió al mercado el 1 de abril de 2008, con buena recepción, pues rápidamente fueron colocados los USD 4MM en el mercado de valores.

La segunda emisión de obligaciones por USD 1.5MM se colocó en su totalidad el 16 de julio de 2009.

El papel comercial salió por primera vez en julio de 2009, a ene-11 están en circulación USD 650M.

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

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA

	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Ene-11
RESULTADOS				
Ventas	75,270	74,634	100,583	6,168
% crecimiento	32.6%	-0.8%	34.8%	-26.4%
MARGEN BRUTO (%)	13%	13%	12%	12%
Otros Ingresos Operativos	722.38	741.88	617.37	82.11
% crecimiento	-1%	3%	-17%	60%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,212	4,762	5,216	260
MARGEN EBITDA (%)	5.6%	6.4%	5.2%	4.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,212	4,762	5,216	260
MARGEN EBITDAR (%)	5.6%	6.4%	5.2%	4.2%
Cuota leasing del período	185	118	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	494	379	370	36
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,718	4,383	4,845	224
MARGEN EBIT (%)	5%	6%	5%	4%
Gasto Financiero del período	-354	-449	-601	-63
Gasto Financiero/Ventas + otros ingresos operativos	0.5%	0.6%	0.6%	1.0%
Impuestos a la renta	-855	-895	-1035	-45
Impuesto a la Renta Efectivo/Resultado de la Gestión antes de Impuestos	27.8%	26.2%	25.4%	25.0%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11.4%	8.4%	8.7%	10.9%
UTILIDAD NETA	2,218	2,517	3,048	134
Resultado de la Gestión/Ventas + otros ingresos operativos	2.9%	3.3%	3.0%	2.2%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.9%	20.6%	22.8%	11.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.1%	9.8%	10.6%	5.1%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	0	0	0	0
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	2,564	2,896	3,405	495
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-657	-672	-2,461	-309
Inversión en Activos Fijos	1,907	2,224	943	186
Otras Inversiones, Neto	-212	-1,688	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	0	633	264	0
Variación Neta de Deuda Financiera	1,695	1,168	1,207	186
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	2,650	852	1,020	-1,251
Pago de Dividendos	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-1,785	-1,996	-1,265	76
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	2,561	24	962	-989
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)				
EBITDA OPERATIVO	4,212	4,762	5,216	292
(-) Gasto Financiero del período	-354	-449	-601	-63
(-) Impuesto a la renta del período	-855	-895	-1,035	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3,003	3,418	3,580	229
(-) Variación Capital de Trabajo	-657	-672	-2,461	-309
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2,346	2,746	1,118	-80
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	-71	220	257	11
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-369	-742	-432	255
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,785	-1,996	-1,265	76
(-) Inversión en Acciones	0	633	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-212	-1,688	264	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-89	-828	-58	263
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	2,650	852	1,020	-1,251
OTRO FINANCIAMIENTO NETO	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	2,561	24	962	-989
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	3,300	5,864	5,887	6,857
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	5,861	5,889	6,849	5,869
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO (BALANCE)	5,864	5,887	6,857	5,953
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	-4	1	-8	-84
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	3.95%	4.53%	3.54%	3.67%
Cuota leasing del período	185	118	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4,397	4,880	5,216	292
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	5,864	5,887	6,857	5,953
Activos Totales	26,009	25,519	32,192	30,963
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	1,893	4,286	7,501	4,629
Pasivo financiero Largo Plazo	2,400	2,055	0	1,625
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Contingentes que deben ser considerados como deuda financiera (ingreso manual)	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	4,293	6,341	7,501	6,254
Pasivos con Proveedores	5,809	3,006	6,057	6,712
Otros Pasivos	3,971	3,717	4,398	3,549
Pasivo Total	14,074	13,064	17,955	16,515
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	11,934	12,454	14,237	14,448
Capitalización ****	16,227	18,796	21,737	20,702
Patrimonio Tangible	10,795	10,451	11,861	11,726
activos restados al patrimonio para patrimonio tangible	1,138	2,004	2,376	2,722
Pasivos contingente	2,843	9,956	5,923	6,091
Pasivo fuera de balance (fideicomisos u otros)	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	1,287	1,241	6,799	5,237
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	24,722	24,278	25,393	25,726
Emisión de Obligaciones en Circulación	2,474	5,199	2,985	2,312
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	10	5	9	11
Límite Legal para Emitir Obligaciones	19,777	19,422	20,314	20,581

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado = Intereses pagados / Deuda Bancos + Mercado valores + comercial financiera + terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

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

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA

	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Ene-11
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	11.90	10.62	8.68	4.14
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11.30	6.85	8.68	4.14
EBITDAR / Cargos Fijos (intereses y cuota leasing del período)	8.16	8.61	8.68	4.65
FFO/intereses del período (FFO/interest cover) FLEXIBILIDAD FINANCIERA	9.49	8.62	6.96	4.65
CFO/intereses del período (CFO/interest cover)	6.63	6.12	1.86	-1.28
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) FLEXIBILIDAD FINANCIERA	6.23	6.83	6.96	4.65
CFO/cargos fijos	4.35	4.85	1.86	-1.28
APALANCAMIENTO				
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual FLEXIBILIDAD FINA	0.98	1.30	1.44	1.79
Deuda Financiera Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.62	3.34	2.57	3.52
Deuda Financiera Total Ajustada Neta / EBITDA o EBITDAR operativo (x) Anual	-0.36	0.09	0.12	0.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	1.43	1.86	2.10	2.27
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.26	0.34	0.35	0.30
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.00	0.00	-	-
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (%)	0.31	0.49	0.42	0.38
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.19	1.17	1.41	1.27
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible	1.30	1.25	1.51	1.41
Deuda Financiera Total Ajustada/Patrimonio Tangible	0.40	0.61	0.63	0.53
LIQUIDEZ				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	0.48	0.69	1.00	0.74
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.59	0.80	0.48	0.59
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	3.43	18.18	30.29	30.09
CASH+FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo	4.68	2.17	1.39	1.88
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.24	0.64	0.15	-0.21
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2.68	14.60	9.46	-10.53
OTROS INDICES Variacion Capital de Trabajo	-	-	-	-
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,043.50	7,601.21	6,754.75	8,488.11
OTROS INDICES				
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,043	7,601	6,755	8,488
Liquidez Ácida (x)	1.31	1.34	0.92	0.89
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.28	1.28	0.87	0.99
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.35	1.37	1.34	1.45
Patrimonio / Activo Total (x)	0.46	0.49	0.44	0.46
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	9	9	9
Días de cuentas por cobrar	52	42	38	39
Rotación de inventarios (x)	14	16	11	6
Días de inventarios	26	23	34	56
Rotación de cuentas por pagar (x)	11	22	15	10
Días de cuentas por pagar	32	17	25	37
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS COMER. FINANCIERAS	11	22	15	10
Días de cuentas por pagar	32	17	25	37
Rotación Capital de Trabajo	8	9	13	8
Días de Capital de Trabajo	44	42	28	47
Días de Ciclo de Operación	-2	-6	-19	-42

(x) Índice expresado en número de veces

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010*
PIB (USD Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119	25.019
Inc. PIB (Mill 2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.73
Inflación Anual%	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno / PIB corr%	32.30	30.20	25.20	19.20	23.40
Cuenta Corriente / PIB corr%	3.90	3.60	2.00	(0.60)	(5.57)**
Deficit Presup. / PIB corr	(0.20)	(0.10)	(1.10)	(4.80)	(5.46)
Precio Petróleo barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	81.5

* Datos preliminares de PIB según BCE

** Indicador calculado con datos a septiembre-2010

INFLACIÓN ANUAL	2009	2010
IPC	4.31%	3.33%
IPP	1.42%	6.67%

INDICADORES PROYECTADOS

Previsiones Fitch	2011f	2012f
Crec. PIB %	2.8	2.9
Inflación Anual%	3.6	4.1
Deuda del Gobierno / PIB corr%	24.9	27.4
Cuenta Corriente / PIB corr%	-1.2	-1.3
Deficit Presup. / PIB corr	-4.1	-4.4
Precio Petróleo barril USD (ref)	85	85

Los datos preliminares del Banco Central del Ecuador (BCE) muestran un crecimiento del PIB de 3.7% para el 2010, porcentaje menor que la meta del Gobierno (6%) pero superior a lo esperado por la Calificadora (2.5%).

Algunos factores que han influenciado positivamente en la economía:

1. El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD73/b, sería un factor negativo.
2. El Gobierno ha logrado financiar la mayoría del déficit presupuestario a través de préstamos del gobierno de China y emisiones compradas por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.
3. Incremento en la recaudación tributaria.
4. El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

Aspectos que han afectado negativamente en la economía son:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivó al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas. El déficit de la balanza comercial se incrementa en el 2010 a 3.5% del PIB.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de combustible en -12.8% (obras de rehabilitación de la refinería de Esmeraldas). Si bien se nota recuperación a partir del segundo semestre, la producción petrolera habría terminado el 2010 con una caída de 1.9% respecto al año anterior. El crecimiento estable y sostenido de la producción petrolera es todavía un reto para el País, que depende de las inversiones que ha futuro se realicen en este sector.

3. La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo ni fomentar el gasto de capital.
4. Las exportaciones no petroleras y que no dependen del gasto público ni de las importaciones se están desacelerando, en parte debido al deterioro del marco jurídico y regulatorio para la producción y exportación de productos. Es de esperarse presión adicional tanto en la balanza comercial como en la global, las mismas que al momento ya son deficitarias.

De acuerdo a los datos preliminares publicados por el Banco Central, las actividades que impulsaron el crecimiento del PIB fueron la construcción, el comercio al por mayor y menor, "otros servicios", y la recaudación de impuestos indirectos netos sobre productos. Estos sectores se benefician del mayor gasto público y de un mayor consumo interno. La demanda interna habría crecido en 5.3%, porcentaje superior al 3.7% de crecimiento en la producción nacional, diferencia satisfecha por importaciones, que crecen en 21.4% en términos nominales, luego de la contracción del -18.8% en 2009.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación y con alternativas limitadas de financiamiento.

La estrategia de crecimiento económico a través de los fondos del IESS, de crédito externo (que es limitado) y de impuestos adicionales no constituye una estrategia sostenible en el tiempo, por lo que tanto analistas económicos internos como externos coinciden en que el crecimiento económico del Ecuador se desacelerará a partir del 2011.

A menos que surjan fuentes adicionales de nuevo financiamiento, la economía ecuatoriana irá perdiendo gradualmente su liquidez y por lo tanto se esperaría que el volumen de ventas en el 2011 sea menor que en el 2010.

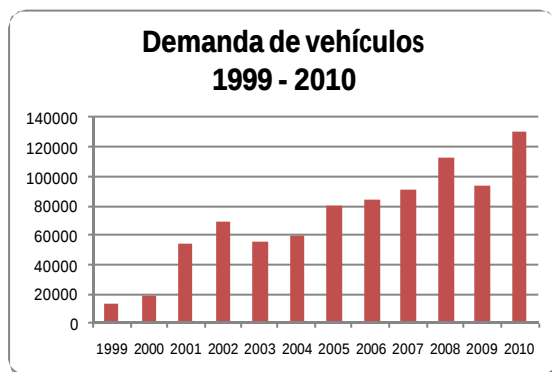
Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador
Elaboración: BWR.

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL

La industria automotriz es un termómetro del desempeño de la economía en general y en un segmento beneficiario de la liquidez de la economía y de la apertura crediticia del sector financiero. En la última década ha mostrado un desempeño dinámico, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; adicionalmente, el boom impacta también en otros segmentos, tales como: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz.

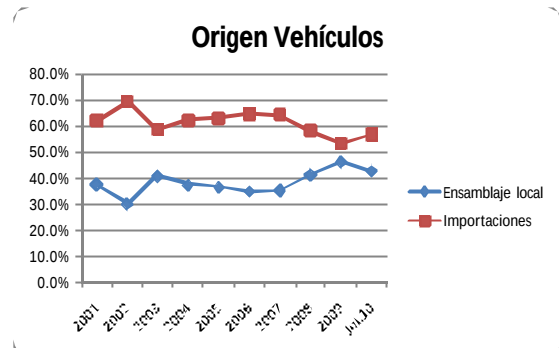
Como resultado del efecto multiplicador en la economía de la industria automotriz, ésta ha venido liderando el segmento de consumo, y aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal. El mercado de combustibles crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es 10% anual.



Fuente: AEADE

En 2010 se estableció un nuevo record en unidades vendidas con 130.794 nuevos automotores, mostrando un crecimiento del 40.8% anual. A ene-11 la demanda continúa dinámica, pero se espera que el ritmo de crecimiento del mercado se desacelere en 2011. El automotor es un mercado estacional y el último trimestre suele acumular los mayores niveles de ventas. Sin embargo, en los últimos períodos ha sido difícil predecir la evolución del sector, en parte porque depende de factores tales como la disponibilidad de crédito y en gran medida de las expectativas de los agentes económicos.

Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el desempeño de esta industria. La dinámica de las ventas de vehículos depende del entorno macroeconómico, que incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones.

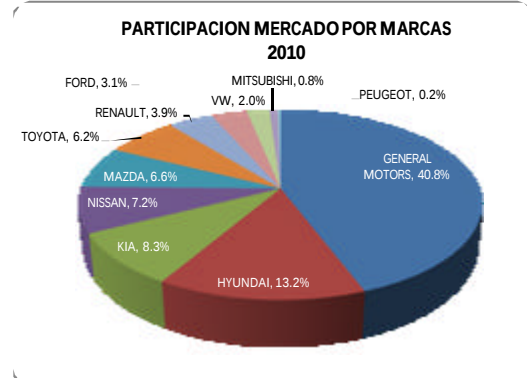


Fuente: AEADE

El país no tiene una industria automotriz autosuficiente, la mayor parte de los vehículos comercializados localmente son importados, pero la participación de los de ensamblaje local muestra una tendencia creciente.

La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importado) lo que promueve exigencias de servicios postventa. La tendencia entre concesionarios es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente; rubro que ha incrementado su participación en los ingresos por ventas y que de persistir la tendencia a futuro pasara a ser la principal fuente generadora de ingresos².

La industria automotriz ha sido reactiva en los últimos años frente a cambios en el entorno macroeconómico, o a la introducción de restricciones arancelarias. Los participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden. Desde 2009, se observa un cambio en combinación de productos de mayor venta entre las principales marcas en el país.



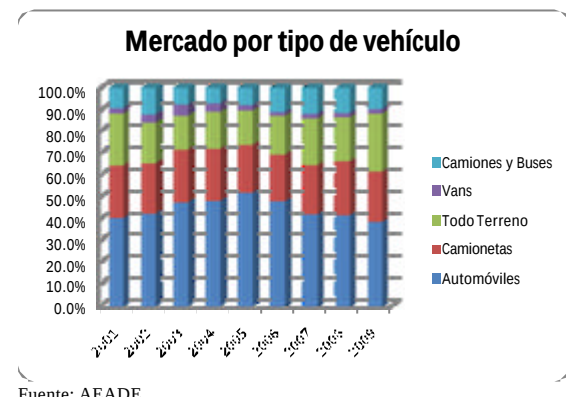
Fuente: AEADE

Por marcas, el mercado ecuatoriano está altamente concentrado. En 2010, al igual que en años anteriores, la marca dominante es GM; sin embargo, marcas emergentes fueron las de mayor crecimiento. En los

² AEADE, Anuario 2009.

últimos años el sector ha observado la entrada de diversas marcas, la mayoría de las cuales maneja una estrategia de precios, compitiendo en segmentos similares.

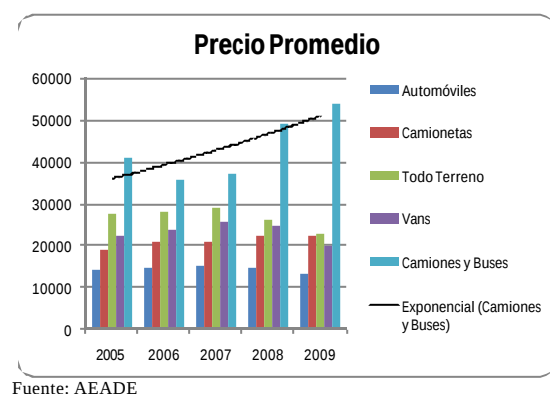
De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, el segmento más importante en ventas es el de automóviles, que el año pasado representó el 38.7% del mercado de vehículos nuevos.



Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos se concentran en la provincia de Pichincha (42.48% a dic-09), para 2010, dicha tendencia se habría mantenido.

Los cambios en el entorno de la industria han llevado a que los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento sean los vehículos más comerciales. Ello ha llevado a una caída en el precio promedio para casi todos los segmentos.

Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica.



En Ecuador habría en promedio 9 vehículos por cada 100 personas, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 15 autos por cada 100 habitantes.