



Ecuador
Obligaciones Generales

Automotores de la Sierra S.A.

Calificación – Primer Seguimiento

Tipo Instrumento	Calif.	Calif.	Último
	Actual	Anterior	Cambio
Tercera Emisión de Obligaciones	AA	AA	NR

Resumen Financiero

(Miles USD)	2007	2008	2009	2010	jul-11
Activos	22.540	26.009	37.119	40.449	40.489
Patrimonio	11.040	11.934	15.973	17.856	17.549
Resultados	1.983	2.218	2.939	3.149	1.618
ROE (%)*	18,10%	18,93%	21,06%	18,62%	15,67%
ROA (%)*	9,29%	9,14%	9,31%	8,12%	6,85%

* Anualizados para períodos intermedios.

DESCRIPCIÓN DE LA TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN	
Emisor:	ASSA (AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.)
Monto	USD. 5.000.000
Fecha de Aprobación SIC:	19/05/2011
Fecha de Colocación:	31/05/2011
Fecha de Vencimiento:	31/05/2014
Monto Colocado:	USD. 5.000.000
Monto en circulación:	USD. 5.000.000
Plazo:	1.080 días.
Tasa de interés:	7.25% (por año) fija
Clases:	A
Pago de intereses:	Trimestral
Amortización de capital:	Semestral, a partir de los 180 días contados desde la fecha de emisión
Garantía:	General
Destino de la emisión:	Reestructuración de pasivos y/o capital de trabajo
Calificadora de riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Pagador:	Produbanco
Agente Colocador:	Sucaval
Representante de los obligacionistas:	Peña, Larrea, Torres y Asociados Cía. Ltda.

Cronograma de Pagos (% Amortiz. Capital)	
Días	Clase A
180	15%
360	15%
540	15%
720	15%
900	20%
1080	20%
Total	100%

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de calificación de BWR, decidió mantener la calificación de AA para la emisión de obligaciones propuesta de ASSA; 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 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 si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y /o de la transacción.

A pesar de los nuevos eventos internos y externos que afectarán a la industria automotriz en adelante, se considera que la empresa seguirá generando flujos y resultados suficientes para mantener su riesgo económico y cumplir con sus obligaciones.

Entre las fortalezas de la empresa para enfrentar las nuevas circunstancias están el posicionamiento en el mercado de la marca a la que representa y su propio posicionamiento en el sector.

El comité ha reconocido también el apoyo de GM a sus concesionarios y la diversificación por origen y por tipo de vehículo, de los productos que ofrece ASSA, lo cual le permite manejar y estabilizar sus márgenes.

ASSA muestra una posición financiera sólida y una estructura flexible que le permitirían adecuarse a las nuevas circunstancias sin poner en riesgo su capacidad de pago.

Contactos

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

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

FECHA COMITE: 7 de Octubre, 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: 31 de Julio 2011

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.



El riesgo de refinanciamiento está mitigado por la situación financiera de la empresa y la calidad de los accionistas que respaldan a la empresa con sus garantías.

ANÁLISIS FODA

FORTALEZAS

- Administración con conocimiento y experiencia.
- Soporte técnico y financiero de General Motors
- Buen Gobierno Corporativo.
- Concesionario de una marca líder en el mercado y de productos diversificados por origen.

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.
- Ingreso de nuevas marcas asiáticas al mercado.
- Medidas establecidas por el Gobierno para controlar las importaciones de vehículos y CKD's.
- Entorno macroeconómico incierto.

• HECHOS RELEVANTES

- Cupos para la importación de vehículos que reduce en 20% la importación del año anterior.
- Cupos para la importación de CKD's que reduce en 5% la importación del año anterior.
- Nuevos aranceles para los CKD's que irían entre el 5% y el 18% dependiendo de si es camioneta o automóvil y del cilindraje.
- Nuevo régimen de licencias de importación que demora el proceso.
- Incremento del precio de los vehículos y CKD's desde las fuentes de producción por la revalorización del yen japonés y del won coreano y por la depreciación del USD.

• DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) es una empresa creada 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 para la zona central del País (provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo), negocio principal de la empresa en la actualidad.

Actualmente posee siete puntos de venta en Ambato, Riobamba y Latacunga; 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.

Además de la línea de vehículos nuevos, la Empresa tiene talleres de servicio técnico, repuestos y la comercialización de autos usados.

• ESTRUCTURA

EMPRESAS SUBSIDIARIAS E INVERSIONES EN ACCIONES

ASSA mantiene inversiones en las siguientes empresas:

Empresa	Actividad	V.Libros (USD Miles)	% de participación accionaria
Ecuatrán	Elaboración	\$ 31.437	2,8
Plan Automotriz Ecuatoriano S.A. (Chevyplan)	Servicios automotrices	\$ 25.385	2,31
Softsierra	Software	\$ 204.408	
Otros	Diversas	\$ 150.137	
Total General		\$ 411.367	

Al 31 julio de 2011.

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.
Lantasierra S.A.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y SOPORTE

A jul-11, el patrimonio de ASSA suma 17.5MM, donde el 51.3% corresponde a capital social. 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.

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.

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.

La Institución tiene manuales de procedimientos actualizados periódicamente para los distintos procesos.

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:

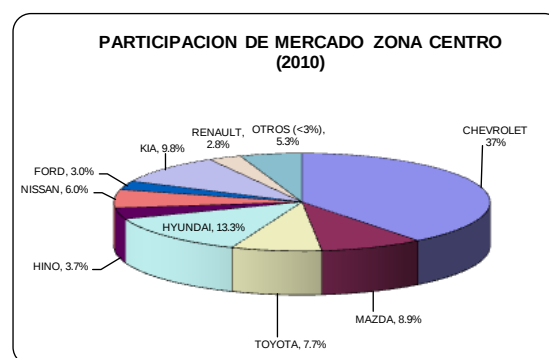
- Inestabilidad económica y restricciones de liquidez en el entorno macroeconómico y en el sistema financiero.
- Intervención del gobierno a través de cupos, tasas impositivas y/o aranceles.
- Competencia alta entre marcas.
- El año 2010 fue un año récord en ventas de vehículos en Ecuador con 135.000 unidades; para 2011 las perspectivas indican reducción de unidades vendidas en alrededor de 7.5% a unas 125.000 unidades, luego de las restricciones establecidas para la oferta. Hasta agosto 2011 se han vendido 96.000; se esperaba que durante los últimos 4 meses del año se vendan alrededor de 29.000 vehículos.

- Por el lado de la demanda, el impulso de compra persiste, una vez que se ajusten los precios se podrá apreciar el efecto de las nuevas medidas en la industria. El mercado automotor es estacionario, y los mayores niveles de ventas se dan en el cuarto trimestre de cada año en circunstancias normales.

Para mayor información favor referirse a los anexos 1 y 2 adjuntos.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

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

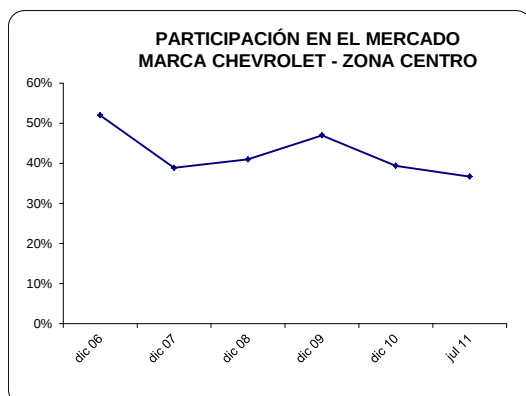


Fuente: ASSA

La Empresa tiene exclusividad para la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). A jul-11, las ventas de ASSA representan el 12.2% de las ventas totales de la Marca a nivel nacional. Frente a otras marcas en el sector, representa el 36.7% de las ventas en la zona 3. A la fecha de análisis colocó 2.923 vehículos nuevos (entre automóviles y flotas), que representan el 61% de las ventas del año pasado.

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 229 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

• ANÁLISIS FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por PriceWaterhouseCoopers para los años 2008, 2009 y 2010, no se presentan observaciones. Para 2009 y 2010 fueron auditados bajo normas NIIF. Las cifras no auditadas que se analizan provienen de los estados financieros interinos, bajo normas NIIF, con corte a julio 2011.

▪ GESTION OPERATIVA

ASSA es un concesionario automotriz, que durante el 2011 ha desarrollado una cadena de valor adicional alrededor de su negocio principal con la venta de vehículos usados que a julio-11 crece de manera importante como lo muestra la tabla que sigue.; la línea de vehículos nuevos continúa siendo la principal fuente de ingresos de la compañía, y el aporte de repuestos y talleres se sostiene en el tiempo.

Ingresos por Línea de Negocios	2008	%	2009	%	2010	%	Jul-11	%
Vehículos Nuevos	68.502	91,4%	67.212	90,1%	91.426	91,2%	52.336	84,0%
Vehículos Usados	355	0,5%	489	0,7%	507	0,5%	4.278	6,9%
Repuestos	4.248	5,7%	4.909	6,6%	6.011	6,0%	4.210	6,8%
Talleres	1.809	2,4%	1.970	2,6%	2.279	2,3%	1.499	2,4%
Total General	74.915	100%	74.580	100%	100.224	100%	62.323	100%

Participación en Unidades Vendidas				
Tipo Vehículo	2008	2009	2010	Jul-11
Vehículos Nuevos	87,6%	86,8%	89,2%	91,7%
Vehículos Usados	12,4%	13,2%	10,8%	8,3%
P.Venta Promedio	16.039	14.912	19.122	19.212
Margen bruto	12,5%	11,0%	10,0%	9,8%

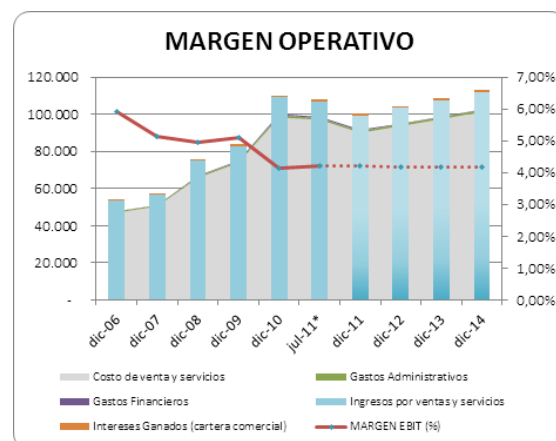
Unidades Vendidas				
	2008	2009	2010	Jul-11
ASSA	4219	3613	4781	2923
Promedio	3357,50	3408,60	3637,33	3535,29
% crecimiento	33,7%	-14,4%	32,3%	4,8%

INDICES	dic-08	dic-09	dic-10	Jul-11
ROE	18,93%	21,06%	18,62%	18,81%
ROA	9,14%	9,31%	8,12%	8,34%
UTILIDAD NETA/VENTAS Y OTROS ING. OPERATIVOS	2,92%	3,51%	2,87%	2,57%

La gestión de la empresa aunque con resultados que tienden a contraerse sigue siendo positiva y atractiva para sus accionistas y permiten prever la continuidad del

negocio en marcha con ROE y ROA que se esperaría se mantengan en alrededor del 15% y 6% respectivamente.

Los resultados netos esperados para fin del 2011 serían inferiores a los del 2010 y 2009 en 16% y 10% respectivamente. Estos resultados se irían recuperando gradualmente para llegar a los niveles del 2010 en el 2014, según las proyecciones.

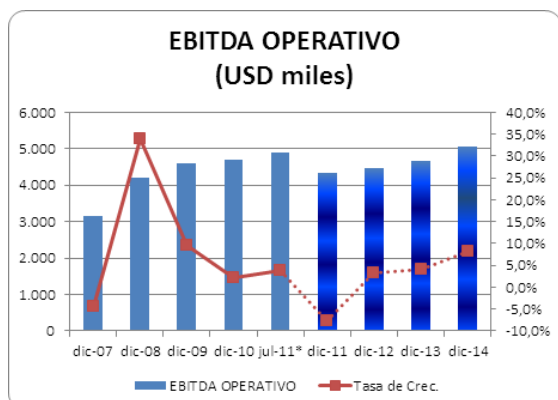


El gráfico nos muestra que las ventas de la empresa son consistentes con las tendencias del mercado automotor habiendo alcanzado ventas record en el 2010. Las ventas a julio-11 representan un 57% de las ventas anuales del 2010; para fines de año se esperaría que estas se reduzcan en aproximadamente 9% con respecto a las del año anterior. Para los tres siguientes períodos se proyecta un crecimiento en ventas del 4% que de acuerdo a lo histórico y a las nuevas circunstancias parecería razonable.

Se observa que el margen bruto mantiene una tendencia decreciente debido al incremento del costo desde el origen del producto y a que el mercado competitivo permite trasladarlo al precio solamente parcialmente. Se podría esperar que con las nuevas medidas el margen se siga contrayendo pero GM se ha comprometido a mantener el margen de sus concesionarios por lo que se lograría mantener un margen bruto proyectado similar al actual de cerca del 9%.

A pesar de las ventas record, la contracción del margen bruto y menores ingresos por el financiamiento de cartera genera la reducción del EBIT entre 2009 y 2010. Cabe recordar que el comportamiento del margen bruto se ve afectado porque a partir del 2010 la empresa deja de percibir el bono de GM al que se hacía acreedora por su participación en el mercado.

Debe notarse que el ingreso neto por financiamiento de cartera ha aumentado en el 2011 pero no se esperaría que supere el 1% de los ingresos. Sin embargo en relación al margen operativo ya representa más del 23%, lo cual es importante para los resultados de ASSA.



Aunque el margen EBIT y EBITDA se muestran estables a partir del 2010, su tasa de crecimiento en términos nominales es volátil; el pico positivo del 2008 resulta del importante margen bruto en relación a otros períodos mientras que el pico negativo que se esperaría a dic-2011 sería el producto de menores volúmenes vendidos y presión en el margen bruto.

El crecimiento esperado del EBITDA está relacionado a las ventas proyectadas, a la estabilidad en el margen bruto, al control de gastos operativos y a mantener los ingresos por el financiamiento de cartera.

Los gastos operativos incluyen en su mayor parte gastos de comercialización. Una parte de la remuneración al personal varía en relación a las ventas lo cual permite adecuar estos gastos a las circunstancias cambiantes del mercado. Históricamente los gastos operativos se han mantenido cerca del 6%. Se esperaría que esta relación se mantenga.

Los gastos financieros no representan un rubro importante en el P&G, se esperaría que estos no superen el 1% de las ventas.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

ACTIVOS (USD MILES)	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11
Total Activo Corriente	19.206	23.375	28.371	25.884
Fondos Disponibles	2.382	2.394	1.894	2.834
Inversiones temporales	3.482	3.493	501	1.201
C x Cobrar Comerciales	8.241	10.283	15.337	12.577
Inventarios Neto	4.675	5.314	8.175	7.580
C x cobrar Relacionadas	137	1.597	2.170	1.430
Otras cuentas por cobrar	288	293	293	261
Total Activo No Corriente	6.803	13.743	12.077	14.606
Propiedades	3.609	8.092	7.658	7.821
Inversiones Acciones	713	81	182	411
C x Cobrar LP Comerc	2.481	5.570	4.238	6.373
ACTIVOS TOTALES	26.009	37.119	40.449	40.489

La estructura de activos de ASSA es consistente con la dinámica del negocio, donde la cartera comercial,

inventarios y 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.

Parte del negocio de ASSA es el financiamiento directo a clientes, especialmente cuando la oferta de crédito en el mercado se reduce.

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 mantiene la responsabilidad sobre el riesgo de crédito de los clientes. Desde el año 2007 se realizan ventas de cartera “con responsabilidad”. A jul-11, las ventas de cartera fueron de USD 7.1MM, 56.9% con recurso.

La cartera de la empresa es de buena calidad, a jul-11, el 91% de la cartera está vigente (no en mora). Por el sistema de registro de la empresa, la cartera de riesgo es igual a la vencida, que a jul-11 llegó al 9.01%. La cobertura vía provisiones llega a 21% de la cartera vencida.

Cartera por fecha de Vencimiento:

	0 - 30 Días	31 - 60 Días	61 - 90 Días	91 - 180 Días	181 - 360 Días	> 360 Días
Cartera vigente	34,2%	11,4%	5,5%	6,9%	9,8%	32,2%
Cartera vencida	66,9%	11,8%	4,0%	9,0%	6,5%	1,8%

La cartera de la empresa incluye: vehículos, repuestos e insumos para talleres. En el mercado ecuatoriano estadísticamente se ha observado que la morosidad superior a 3 cuotas en la cartera automotriz cae significativamente; sensibilizando los niveles de cobertura con provisiones para cartera vencida de más de 3 cuotas, a jul-11 es 1.26 veces.

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 jul-11 dicho rubro suma USD 933M.

A jul-11 el inventario de ASSA, representa el 18.7% del activo bruto total. El inventario corresponde fundamentalmente –alrededor del 79%- a vehículos (entre livianos y pesados), le siguen en importancia repuestos –abajo del 16%-.

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.

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.



Caja e inversiones, representan aproximadamente el 10% de los activos totales y constituyen una reserva de liquidez para la empresa. A jul-11 las cuentas por cobrar con compañías relacionadas por accionariado suman USD 1.4MM, y representan el 3.5% del balance de ASSA.

A jul-11, el peso del activo fijo llega al 19% del total y corresponde a terrenos, edificios y bienes muebles utilizados para el negocio.

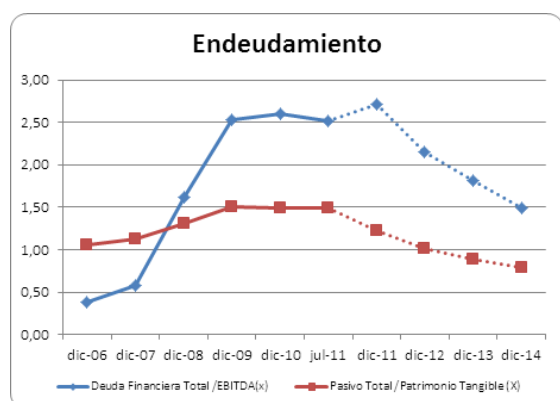
ENDEUDAMIENTO

INDICES	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11
Deuda Fin. Total AJEBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1,62	2,53	2,60	2,51
Deuda Fin. Tot. Ajust. Neta/EBITDA o EBITDAR operat (x) Anual	0,29	1,28	2,09	1,69
Deuda Financiera Total AJUSTADA / FFO (x)	2,38	3,71	3,84	3,73
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	37,42%	42,78%	40,70%	41,18%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,09%	0,00%	0,00%	0,00%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (%)	50,71%	56,47%	54,24%	53,55%
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible	1,30	1,51	1,49	1,49
Deuda Financiera Total Ajustada/Patrimonio Tangible	0,66	0,85	0,81	0,80

La deuda promedio de la empresa se ha incrementado en el tiempo, como resultado de los crecientes requerimientos del negocio, frente al comportamiento del mercado. Desde 2009, los indicadores de endeudamiento de ASSA crecieron en concordancia con las necesidades de financiamiento de cartera, inventarios e inversiones en CAPEX. También se financia el pago de dividendos. Un rubro que desde el 2009 requiere de flujos de ASSA y es financiado por terceros es el de cuentas por cobrar a relacionadas.

INDICES	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	11,89	13,04	6,51	7,27
(EBITDA - Inver. en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	11,30	8,71	6,67	6,30
EBITDAR / Cargos Fijos (incl. y cuota leasing del período)	8,15	10,03	6,51	7,27
FFO(int. del período (FFO(interest cover) FLEX FINANCIERA	9,48	10,10	5,41	5,90
CFO(intereses del período (CFO(interest cover)	6,69	-8,85	-1,94	9,76
FFO(cargos fijos(int.período+cuota leasing) FLEX FINANCIERA	18,76	14,65	5,41	5,90
CFO(cargos fijos	12,92	-13,79	-1,94	9,76

Los indicadores de la tabla anterior muestran que la empresa genera suficientes flujos para cubrir los cargos fijos por la deuda, lo cual le otorga flexibilidad financiera.



A partir del 2009, los niveles de endeudamiento de la empresa se han mantenido relativamente estables tanto en USD como en relación al EBITDA y al patrimonio tangible. En el 2010, la deuda financiera frente al

EBITDA se eleva ligeramente debido a la contracción de este rubro explicado anteriormente.

Durante lo que va del 2011, el comportamiento del negocio que no ha crecido como en años anteriores no ha requerido financiamiento para capital de trabajo y más bien la generación ha sido suficiente para el pago de dividendos e inversión en CAPEX. Debe notarse que en este período las cuentas por cobrar a relacionadas se han reducido generando flujo positivo por este concepto. La presión que se observa en la relación de deuda financiera sobre EBITDA para fines de este años 2011 es el resultado de un EBITDA contraído como producto del desempeño de las ventas.

La tendencia esperada en cuanto a estos indicadores es que se mantengan o incluso mejoren a mediano plazo ya que no se prevén incrementos importantes de ventas, ni inversiones grandes en CAPEX. Tampoco se proyecta salida de flujos por préstamos a accionistas o relacionadas.

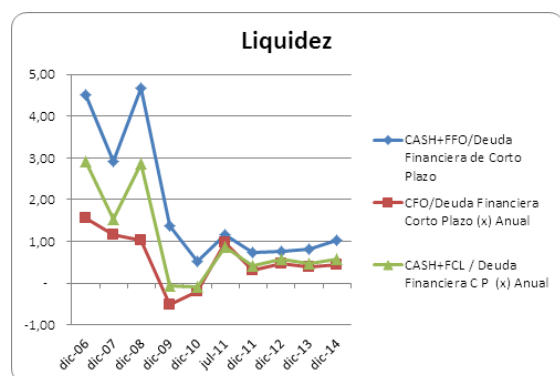
ASSA cuenta con tres fuentes principales de fondeo: mercado de valores, bancos y proveedores. La estructura de fondeo actual le otorga mayor flexibilidad para afrontar períodos más restrictivos.

financiamiento	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11
Bancos	17,9%	45,7%	54,0%	38,4%
Mercado de Valores	24,5%	31,9%	16,6%	26,9%
Proveedores	57,5%	22,4%	29,4%	34,8%

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 el cupo aprobado es de USD 4.7MM para vehículos livianos y USD 2.3MM para pesados. A jul-11, este financiamiento representa el 95.3% de proveedores.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICES	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total*	29%	57%	85%	52%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,58	0,48	0,31	0,52
FFO/ Porción Corriente LP (x) Anual	1,79	11,59	18,14	48,47
CFO/ Porción Corriente LP (x) Anual	1,03	-0,50	-0,19	0,96
CASH+FCL / Por. Corr. de Deuda a L P (x) Anual	6,23	-1,99	-7,07	85,19





Como se mencionó arriba, ASSA mantiene una generación operativa positiva, que cubre gastos financieros, impuestos y a julio- 2011 incluso la variación de capital de trabajo; A jul-11, el CFO es positivo y cubre dividendos, inversiones en CAPEX y otras inversiones. De momento, la empresa no requiere de financiamiento adicional.

Respecto de 2010, la liquidez de la empresa a jul-11 ha mejorado por los menores requerimientos de capital de trabajo; el FCL cubre sobre el 80% de la deuda de corto plazo. Históricamente cuando el negocio no está en un período de expansión, la empresa genera suficientes fondos para asumir el total de la deuda de corto plazo. Se esperaría que en los siguientes períodos proyectados, la empresa mantenga un capital libre más caja de al menos el 50% de la deuda de corto plazo.

El riesgo de refinanciamiento del saldo de la deuda se mitiga por el apoyo de los accionistas a través de garantías que le permiten acceder a financiamiento en el sistema financiero y a la solvencia de la empresa que le otorga alternativas en el mercado de valores.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

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 “perecibles”.

Activos (Enero 2011)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravámen
Caja-Bancos	4.035,28		4.035,28
Cuentas por cobrar Comerciales	12.577,24	4.047,23	8.530,01
Cuentas por cobrar Otras	261,31		261,31
Inventarios	7.579,72	1.907,95	5.671,78
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	1.430,12		1.430,12
Cuentas por cobrar LP	6.373,03		6.373,03
Propiedades y Equipo	7.821,26	5.415,76	2.405,51
Inversiones de Largo Plazo	411,27		411,27
TOTAL	40.489,23		29.118,30
MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)			5.000,00
TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			5.000,00
EMISIONES / ACTIVOS GARANTIA GENERAL			17,2%

A jul-11, las emisiones en circulación representan el 17% de los activos libres de gravámen, lo que representa una cobertura de 6 veces. La emisión de obligaciones tiene la misma prelación frente a los activos libres que el resto de pasivos sin garantía específica.

La tercera emisión de obligaciones cuenta con resguardos adicionales a los de ley. ASSA se ha comprometido a:

- Repartir dividendos hasta por un monto máximo del 50% de la utilidad neta.
- Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 2.
- Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2.

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

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

Resguardos	2008	2009	2010	Jul-11
1. Repartir dividendos hasta por un monto del 50% de la utilidad neta.	90%	90%	43%	34%
2. Mantener una relación de deuda financiera (bancaria y con mercado de valores)/EBITDA inferior a 2.0	1,62	2,53	2,60	2,51
3. Mantener una relación Pasivo total / Patrimonio tangible inferior a 2	1,3	1,51	1,49	1,49

En cuanto al primer resguardo técnicamente ASSA lo ha venido cumpliendo. El monto de dividendos distribuidos se completa con reserva facultativa, lo cual también implica salida de flujos.

En cuanto al resguardo 2) desde 2009, se lo está incumpliendo, sin embargo consideramos que este sigue siendo consistente con la calificación de riesgo otorgada.

El resguardo 3 se ha vendido cumpliendo.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

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 tercera emisión salió al mercado el 31 de mayo de 2011, a jul-11 están en circulación USD 5MM.

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



ASSA

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11
RESULTADOS						
Ventas	53.410	56.746	75.270	82.948	109.151	62.323
% crecimiento	0,0%	6,2%	32,6%	10,2%	31,6%	-2,1%
Costos	(47.060,00)	(50.384,00)	(65.827,69)	(73.857,50)	(98.216,20)	(56.613,30)
% crecimiento	0,0%	7,1%	30,7%	12,2%	33,0%	31,4%
MARGEN BRUTO (%)	12%	11%	13%	11%	10%	9%
Otros Ingresos Operativos	661,000	729,000	722,382	830,028	722,908	598,314
% crecimiento	0%	10%	-1%	15%	-13%	24%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.291	3.142	4.209	4.610	4.710	2.852
MARGEN EBITDA (%)	6,2%	5,5%	5,6%	5,6%	4,3%	4,6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.589	3.389	4.394	4.728	4.710	2.852
MARGEN EBITDAR (%)	6,7%	6,0%	5,8%	5,7%	4,3%	4,6%
Cuota leasing del período	298	247	185	118	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	128	231	491	390	187	236
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.163	2.911	3.718	4.219	4.523	2.616
MARGEN EBIT (%)	0	0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-124	-148	-354	-353	-724	-392
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,2%	0,3%	0,5%	0,4%	0,7%	0,6%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no l	0	0	0	0	0	0
Impuestos a la renta	(592,00)	(638,00)	(855,11)	(1.041,01)	(794,24)	(539,12)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	20,9%	24,3%	27,8%	26,2%	20,1%	25,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0,0%	0,0%	2,1%	4,4%	4,8%	5,8%
UTILIDAD NETA	2.245,00	1.983,00	2.218,09	2.938,66	3.148,96	1.617,73
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	4,2%	3,5%	2,9%	3,5%	2,9%	2,6%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	43,1%	18,1%	18,9%	21,1%	18,6%	15,7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	22,3%	9,3%	9,1%	9,3%	8,1%	6,9%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2.373	2.214	2.561	3.329	3.336	1.854
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-443	-84	-986	-6.698	-5.321	1.516
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.930	2.130	1.575	-3.370	-1.986	3.370
Inversión en Activos Fijos	-105	-1.514	-212	-1.529	122	-379
Otras Inversiones, Neto	180	-40	0	633	-101	-231
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no	2.005	576	1.364	-4.266	-1.965	2.761
Variación Neta de Deuda Financiera	341	580	2.355	7.750	312	32
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-1.619	-900	-1.785	-1.996	-1.266	-1.925
Otros Financiamientos, Neto	-121	2	622	-1.465	-574	772
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	606	258	2.556	23	-3.492	1.639
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)						
EBITDA OPERATIVO	3.291	3.142	4.209	4.610	4.710	2.852
(-) Gasto Financiero del período	-124	-148	-354	-353	-724	-392
(-) Impuesto a la renta del período	-592	-638	-855	-1.041	-794	-539
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total d	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2.575	2.356	3.000	3.215	3.192	1.921
(-) Variación Capital de Trabajo	-443	-84	-986	-6.698	-5.321	1.516
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	2.132	2.272	2.014	-3.483	-2.130	3.437
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-71	175	189	125
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-202	-142	-369	-61	-45	-192
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1.619	-900	-1.785	-1.996	-1.266	-1.925
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-105	-1.514	-212	-1.529	122	-379
(-)Otras Inversiones neto	180	-40	0	633	-101	-231
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	386	-324	-421	-6.262	-3.230	835
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	4,76%	4,10%	3,95%	3,84%	2,90%	3,05%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	298	247	185	118	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3.589	3.389	4.394	4.728	4.710	2.852
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	3.561	3.300	5.864	5.887	2.395	4.035
Activos Totales	20.138	22.540	26.009	37.119	40.449	40.489
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1.358	1.938	1.893	6.639	10.427	6.336
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	2.400	5.303	1.827	5.950
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	2.843	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	1.358	1.938	7.136	11.941	12.254	12.285
Pasivos con Proveedores	4.992	5.781	5.809	3.449	5.103	6.549
Otros Pasivos	2.987	3.321	1.128	5.755	5.236	4.106
Pasivos Totales	9.337	11.040	14.074	21.145	22.593	22.941
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	10.417	11.500	11.934	15.973	17.856	17.549
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a	8.886	9.861	10.795	14.002	15.211	15.446
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.531	1.639	1.138	1.971	2.645	2.103
Capitalización ****	11.775	13.438	19.070	27.914	30.110	29.834
Contingentes	0	0	2.843	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	0	1.287	11.197	12.722	11.371
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	977	1.023	850	1.677	2.352	2.103
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	20.138	22.540	24.722	25.921	27.727	29.118
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	19.161	21.517	23.872	24.244	25.375	27.016
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	2.474	4.905	2.888	5.060
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación			10	5	10	6
Límite Legal para Emitir Obligaciones	16.110	18.032	19.777	20.737	22.181	23.295
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado			10	5	9	5

(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.

CORPORATIVO



ASSA

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	26.54	21.23	11.89	13.04	6.51	7.27
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	25.69	11.00	11.30	8.71	6.67	6.30
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	8.51	8.58	8.15	10.03	6.51	7.27
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	21.77	16.92	9.48	10.10	5.41	5.90
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	18.19	16.35	6.69	-8.85	-1.94	9.76
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	-13.83	-22.80	18.76	14.65	5.41	5.90
CFO/cargos fijos	-11.28	-21.95	12.92	-13.79	-1.94	9.76
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.38	0.57	1.62	2.53	2.60	2.51
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	-0.61	-0.40	0.29	1.28	2.09	1.69
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0.53	0.82	2.38	3.71	3.84	3.73
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	12%	14%	37%	43%	41%	41%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	8.12%	0.14%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.15	0.18	0.51	0.56	0.54	0.54
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.05	1.12	1.30	1.51	1.49	1.49
Pasivo Total AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1.05	1.12	1.30	1.51	1.49	1.49
Deuda Financiera AJUSTADA/ Patrimonio Tangible (x)	0.15	0.20	0.66	0.85	0.81	0.80
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	4.47%	40.09%	89.99%	90.00%	43.06%	61.14%
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para evitar errores	-	-	-	-	-	-
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1.22	1.13	0.29	0.57	0.85	0.52
FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.90	1.22	1.58	0.48	0.31	0.52
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.79	1.79	11.59	18.14	48.47	48.47
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	4.52	2.92	4.68	1.37	0.54	1.16
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.57	1.17	1.03	-0.50	-0.19	0.96
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.20	-12.56	-12.10	86.75	86.75	86.75
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.91	1.54	2.88	-0.06	-0.08	0.86
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	6.23	-1.99	-7.07	85.19	85.19	85.19
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	5.716	4.714	8.044	6.851	6.191	8.227
Liquidez Ácida (x)	1.16	1.14	1.31	1.10	0.90	1.04
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	1.10	1.08	1.28	1.08	0.89	1.02
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.57	1.39	1.35	1.03	1.16	1.07
Patrimonio / Activo Total (x)	0.52	0.51	0.46	0.43	0.44	0.43
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	6	5	7	5	5	6
Días de cuentas por cobrar	59	70	52	70	66	65
Rotación de inventarios (x)	11	16	14	14	12	13
Días de inventarios	33	23	26	27	30	28
Rotación de cuentas por pagar (x)	9	9	11	21	19	15
Días de cuentas por pagar	38	41	32	17	19	24
Rotación Capital de Trabajo	8	11	8	11	16	12
Días de Capital de Trabajo	44	34	44	33	23	31
Días de Ciclo de Operación	-10	-18	-2	-46	-54	-38
Activo corriente / Pasivo corriente	1.64	1.44	1.73	1.46	1.31	1.51
Vencimientos Deuda Financiera						
Año	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	3.401	2.828	750
Vencimientos Otra deuda Financiera	600	1.923	1.007	3.050	7.481	5.521
Total	600	1.923	1.007	6.451	10.308	6.271

(x) Índice expresado en número de veces

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

Las perspectivas hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB (USD Mill 2000)	22,410	24,032	24,119	24,983	26,292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc.anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB %	30.49	25.34	19.67	23.40	20.11***
Deuda externa del Gobierno/PIB %	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3***
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Público/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB %	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07*****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
*** deuda a juli 2011 PIB corriente proyectado de 65.145M M					
****anualizado con cifras hasta mayo 2011 PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T 2010	1T 2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013.....

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o



superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvente. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la

Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es el proyecto de Ley de “Control de Poder de Mercado”.

Esta ley entrará en vigencia el 30 de septiembre próximo si la Asamblea Nacional no ha concluido su tratamiento. El texto de esta ley ha sido aprobado para primer debate sin tomar en cuenta los planteamientos realizados por el sector privado, sino en función de los intereses y aspiraciones del ejecutivo.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.

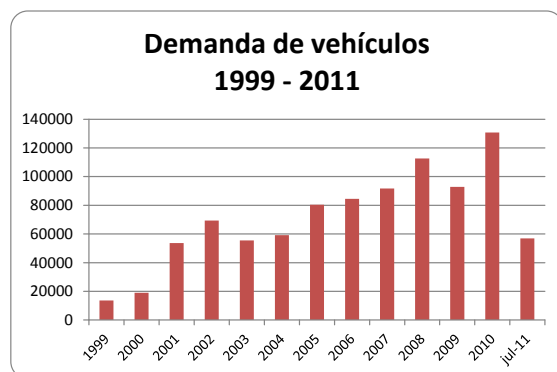


ANEXO 2

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 jul-11 la demanda continúa dinámica, pero se espera que el ritmo de crecimiento del mercado se desacelere en 2011, debido a las nuevas medidas del sector². 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.

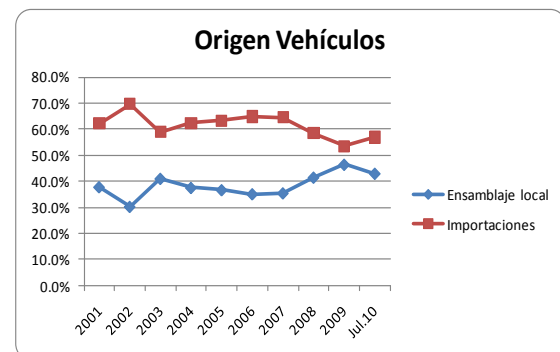
Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el desempeño de esta industria. La dinámica de las ventas

² Son:

1) Restricción de importaciones: reducción del cupo para autos terminados en 20% respecto del volumen 2010.

2) Establecimiento de aranceles escalonados para la importación de CKD's, en función del tipo de vehículo y su cilindraje. El % del arancel puede reducirse en función de la cantidad de "componentes locales" en el ensamblaje, pero aún no se establece el mecanismo de compensación.

de vehículos depende del entorno macroeconómico, que incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones.

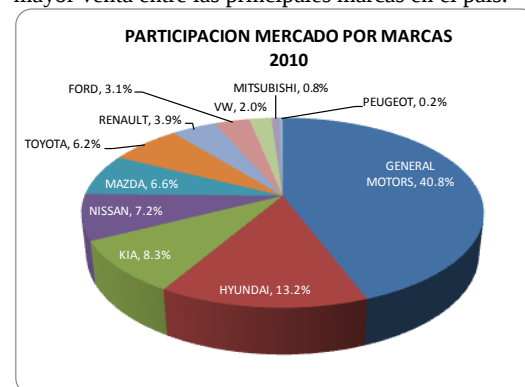


Fuente: AEADE

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 ingresos³.

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 2011, GM continúa siendo la marca dominante; sin embargo, marcas emergentes fueron las de mayor crecimiento. En los últimos años el sector ha observado la entrada de diversas marcas, la mayoría de

³ AEADE.

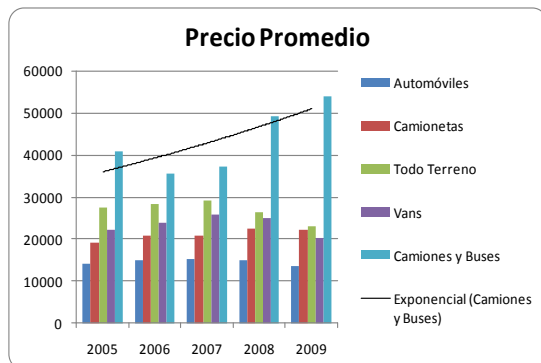
las cuales maneja una estrategia de precios, compitiendo en segmentos similares.

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, el segmento más importante en ventas es el de automóviles, que 2010 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.