

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

EMISIÓN DE OBLIGACIONES A CORTO PLAZO-PAPEL COMERCIAL AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 127/2018, del 31 de mayo de 2018

Información Financiera cortada al 31 de marzo de 2018

Analista: Ing. Andrea Salazar

andrea.salazar@classrating.ec

www.classinternationalrating.ec

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. es una compañía dedicada a la comercialización de vehículos, repuestos y accesorios de marca Chevrolet, adicionalmente, brinda el servicio de taller para los vehículos, contando con personal altamente calificado y la infraestructura necesaria para satisfacer las necesidades de los clientes.

Primera Revisión

Resolución No.SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00024285, emitida el 12 de diciembre del 2017

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 127/2018 del 31 de mayo de 2018 decidió otorgar la calificación de **"AAA-" (Triple A menos)** a la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. por un monto de cuatro millones de dólares (USD 4'000.000,00).

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- La compañía pone a disposición de sus clientes vehículos livianos en todos los segmentos, así mismo oferta camiones de varias capacidades de carga, todo bajo la prestigiosa marca Chevrolet.
- AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. posee 5 puntos de venta, 3 de ellos ubicados en la ciudad de Ambato, 1 en Riobamba y 1 en Latacunga.
- El 14 de noviembre de 2014 se firmó la renovación del contrato de concesión entre AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. y General Motors Ecuador para la venta y servicio a los productos de GME. Posteriormente, en enero de 2017 firmó un adendum al contrato de distribución con prórroga al contrato mencionado anteriormente y con fecha 03 de abril del 2017, se realizó la firma del contrato de concesión con General Motors, por el periodo de dos años.
- AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. es líder del mercado, donde las ventas mantienen una proporción de 4 a 1 frente a su principal competidor que es Centralcar S.A.

- AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. evidencia que sus ingresos operativos han tenido una tendencia decreciente durante el periodo 2014–2016, puesto que pasaron de USD 97,06 millones a USD 49,21 millones, lo que obedece a varios factores que en su momento impactaron directamente sobre la industria automotriz del país, como fueron la aplicación de nuevas medidas arancelarias y los cupos y cuotas de importación, adicionalmente, se puede mencionar la contracción económica que vivió el país, lo que ocasionó que la demanda de vehículos baje de manera considerable en los años mencionados. Al contrario para el cierre del año 2017 se pudo apreciar una recuperación del sector y las ventas de Automotores de la Sierra S.A. puesto que arrojaron una suma de USD 67,13 millones. Para marzo de 2018 los ingresos se incrementan en un 16,89% frente a lo alcanzado en su similar periodo del año 2017, gracias al posicionamiento de la marca Chevrolet y el desmontaje de las salvaguardas. Entre las líneas de negocio sobresalen las ventas de vehículos nuevos, seguido de repuestos y finalmente los talleres.
- En referencia a los gastos operativos (gastos de venta, administración y participación a trabajadores), registraron una participación sobre los ingresos creciente, al pasar de 8,15% en el 2014 a 9,57% en el 2016, lo que conllevó a que el margen operacional se vea deteriorado hasta registrar una pérdida a diciembre 2016 (-0,82% de los ingresos). Sin embargo para diciembre de 2017 debido al aumento de las ventas, estos decrecieron en su participación sobre los ingresos, al posicionarse en 8,61%. No obstante, esto no fue suficiente para que la compañía se recupere, pues al cierre de 2017, aún arrojó una pérdida operativa que representó un -0,35% de los ingresos (2,08% de los ingresos en marzo de 2018).
- Luego de deducir el impuesto a la renta y los rubros mencionados anteriormente, la utilidad neta pasó de significar el 2,53% de los ingresos en 2014 a un 3,01% en el 2015, evidenciando cierta mejoría provenientes de ingresos ganados por financiamiento directo, no obstante, para diciembre de 2016 la utilidad de la compañía decae drásticamente, hasta significar apenas el 0,84% de los ingresos, debido a la pérdida operativa generada en ese mismo periodo. A finales del año 2017 la utilidad registró un valor de USD 2,00 millones que a su vez demostró una mejoría en la participación sobre el total de las ventas al representar el 2,97% de las mismas. Para marzo de 2018 la utilidad antes de impuestos totalizó USD 0,71 millones (4,50% de los ingresos), deteriorándose frente a lo arrojado en marzo de 2017 (USD 0,83 millones que representó el 6,19% de los ingresos) ya que el aumento en los ingresos operacionales fue de menor magnitud frente al aumento de los costos y gastos.
- Los activos totales de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. muestran una tendencia decreciente entre el 2014 y el 2016 pasando de USD 41,99 millones en 2014 a USD 35,46 millones en 2016, debido a una reducción en sus cuentas por cobrar comerciales, inventarios y cuentas por cobrar a relacionadas. A diciembre de 2017 el total de activos creció a USD 50,75 millones, lo que tiene relación con una mayor actividad comercial de la compañía, producto de la recuperación de las tres cuentas más representativas del activo, cuentas por cobrar comerciales, efectivo y equivalentes e inventarios. Para marzo del 2018 los activos de la compañía totalizaron USD 48,71 millones decreciendo ligeramente frente al valor de diciembre de 2017, la principal razón es la caída de la cuenta de efectivo y sus equivalentes.
- Los pasivos totales de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., al igual que sus activos, tienen un comportamiento decreciente en el periodo 2014-2016, puesto que pasaron de USD 17,86 millones (42,53% de los activos) en el 2014 a USD 9,73 millones (27,45% de los activos) en el 2016, reducción que obedece a la amortización de sus obligaciones con costo. Contrariamente para diciembre de 2017, la compañía registró un incremento de sus pasivos al totalizar USD 24,42 millones (48,12% de los activos), este incremento encuentra su razón en el crecimiento de la deuda financiera principalmente de corto plazo. Para marzo de 2018, el crecimiento monetario de los pasivos totales se reversa ligeramente al sumar USD 23,00 millones (47,21% de los activos), producto de la amortización de las deudas con costo adquiridas.
- La deuda financiera varió su financiamiento sobre los activos de 26,70% en el 2014 a 19,70% en el 2016; producto de la normal amortización de sus obligaciones. Para diciembre de 2017, aumentó en su participación, alcanzando un 40,16% de financiamiento de los activos (36,28% a marzo de 2018), como efecto de las nuevas emisiones en mercado de valores y de la adquisición de mayores préstamos bancarios. Las principales fuentes de financiamiento de la compañía provienen de préstamos con entidades financieras y de recursos obtenidos a través del mercado de valores.
- El patrimonio de la compañía financió un porcentaje importante de los activos (61,37% en promedio durante el periodo 2014-2017 y 52,79% a marzo del 2018), mismo que estuvo determinado en sus reservas y su capital social.

- Al 31 de marzo de 2018 el patrimonio se encontró conformado por capital social, que financió el 22,58% de los activos con un valor de USD 11,00 millones, el mismo que no presentó variación durante todos los periodos analizados (26,58% en promedio durante el periodo 2014-2017).
- En lo que respecta al EBITDA (acumulado), se observa un deterioro del mismo, puesto que luego de haber representado el 2,56% de los ingresos en el 2014 pasó a un insignificante 0,08% de los ingresos en 2016, lo que obedece a una menor generación de recursos propios derivados de un detrimento de su actividad comercial. Para diciembre del 2017 el EBITDA (acumulado) tuvo una ligera recuperación en su participación frente al total de ingresos representando el 0,51% de los mismos. Al 31 de marzo 2018 el EBITDA (acumulado) se deteriora (2,47% de los ingresos) frente a lo arrojado en su similar periodo de 2017 (4,73% de los ingresos) comportamiento ligado a su margen operacional, lo que generó a su vez una mejor cobertura sobre sus gastos financieros.
- AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. muestra indicadores de liquidez (Razón Circulante) positivos y superiores a la unidad durante el periodo analizado, demostrando que la compañía posee suficientes activos de corto plazo para hacer frente a sus pasivos del mismo tipo.
- Al realizar el análisis de la antigüedad de la cartera con financiamiento directo, se puede apreciar que el 86,19% de la cartera fue por vencer al 31 de marzo de 2018, mientras que el 13,81% fue cartera vencida. Es importante mencionar que la empresa mantiene cuentas por cobrar por vencer inferiores a 1 año.
- La relación de apalancamiento (pasivo total/patrimonio) evidencia que la compañía a partir del 2014 se ha financiado principalmente con recursos propios, registrando un indicador inferior a la unidad.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 01 de noviembre de 2017, la Junta Universal de Accionistas de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., resolvió por unanimidad aprobar el proceso de la Emisión de Obligaciones a corto plazo- Papel Comercial de la compañía por un monto de hasta USD 4,00 millones y la Emisión de Obligaciones a largo plazo de hasta USD 4,00 millones.
- Posteriormente, con fecha 08 de noviembre de 2017, AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. en calidad de emisor y LARREA ANDRADE &-CIA. ABOGADOS ASOCIADOS S.A. en calidad de Representante de Obligacionistas suscribieron el Contrato de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – Papel Comercial de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.
- El 21 de diciembre de 2017, Su Casa de Valores SUCAVAL S.A. logró colocar el 100% (USD 4,00 millones) de la emisión aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- La Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – Papel Comercial se encuentra respaldado por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ La compañía ha determinado al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ✓ Al 31 de marzo de 2018 el emisor cumplió con lo establecido en un inicio.
- Adicionalmente la Compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros:
 - ❖ Durante cada año de la vigencia de la emisión, los accionistas se comprometen a no recibir dividendos por un monto que exceda el 30% de la utilidad neta del ejercicio del año anterior.
 - ❖ Mantener una relación pasivo sobre patrimonio no mayor a 1 (uno) veces.
 - ✓ Al 31 de marzo de 2018 la compañía cumplió con todo lo estipulado anteriormente.

- Se debe mencionar además que al 31 de marzo de 2018 la compañía contó con activos menos las deducciones señaladas por la normativa por un monto de USD 36,99 millones, cuyo 80,00% asciende a la suma de USD 29,59 millones, dicho valor presenta una cobertura de 7,40 veces sobre el capital emitido, determinando que el saldo de capital de la Emisión, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero del proceso, pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda adicional, lo que se evidencia en los resultados reales de la compañía.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Una contracción en la demanda de vehículos ocasionada por la incertidumbre económica que enfrenta el país.
- El establecimiento de licencias previas y la fijación de cupos de importación de vehículos afectó directamente a los ingresos de la compañía.
- Regulaciones impuestas por el Gobierno ecuatoriano al Impuesto a la Salida de Dividas (ISD) y el endurecimiento para otorgar créditos de cualquier tipo.
- Una desaceleración de la economía, podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo.
- El Ingreso de repuestos, accesorios y partes como contrabando, constituyen un riesgo para la empresa, ya que dichos bienes se comercializan en el mercado a precios muy por debajo de los repuestos ofertados por la compañía.
- Aparición de nuevos competidores con marcas de autos más económicas, sin embargo dicho riesgo no afectaría de manera directa a la empresa dado que mucha gente al momento de comprar un vehículo prefiere calidad antes que precio. A pesar de esto, los precios que ofrece la compañía son muy competitivos.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Emisión son las cuentas por cobrar clientes libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración; sin embargo de lo cual la compañía mantiene una adecuada dispersión de sus ingresos, mitigando de esta manera el mencionado riesgo.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.

- Finalmente, al referirnos a los cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

La empresa registra dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a relacionadas que al 31 de marzo de 2018 representaron el 2,81% del total de activos, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Adicionalmente, conforme certificado de la empresa, dentro de las cuentas por cobrar de la compañía que respaldan la emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo inicial de la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo – AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato de la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo – AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.
- Acta de la Junta Universal de Accionistas de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. celebrada el 01 de noviembre de 2017.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. y, Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales no auditados al 31 de marzo de 2017 y 31 de marzo de 2018 (sin notas a los Estados Financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de

- administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
 - Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
 - Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

Con fecha 01 de noviembre de 2017, la Junta Universal de Accionistas de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., resolvió por unanimidad aprobar el proceso de la Emisión de Obligaciones a corto plazo- Papel Comercial de la compañía por un monto de hasta USD 4,00 millones y la Emisión de Obligaciones a largo plazo de hasta USD 4,00 millones.

Posteriormente, con fecha 08 de noviembre de 2017, AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. en calidad de emisor y LARREA ANDRADE &-CIA. ABOGADOS ASOCIADOS S.A. en calidad de Representante de Obligacionistas suscribieron el Contrato de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – Papel Comercial de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. de donde se desprenden las siguientes características:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

EMISIÓN DE OBLIGACIONES A CORTO PLAZO – PAPEL COMERCIAL AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.	
Emisor	AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.
Monto	USD 4'000.000,00
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.
Tipo de Garantía	Garantía General del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Títulos	Los títulos a emitirse serán desmaterializados y podrán emitirse desde USD 1.000,00.
Plazo	El plazo del programa será de hasta 720 días.
	El plazo de la primera emisión dentro del programa de papel comercial tendrá los siguientes plazos:
	Clase A: por un monto de USD 2'000.000,00 a un plazo de 270 días, contados a partir de la fecha valor en que las obligaciones sean negociadas en forma primaria. Clase B: por un monto de USD 2'000.000,00 a un plazo de 359 días, contados a partir de la fecha valor en que las obligaciones sean negociadas en forma primaria.
Amortización y pago de intereses	La presente emisión de papel comercial será cupón cero. El pago de la totalidad del capital de cualquier clase de papel comercial se realizará al vencimiento del plazo.
Fecha de emisión	Fecha en la que se realice la primera colocación de la emisión.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Destino de los recursos	30% a la cancelación de pasivos financieros, con personas jurídicas no vinculadas con la Compañía y un 70% a capital de trabajo, el cual consistirá en financiar sus cuentas por cobrar e inventario.

Sistema de colocación y Agente Colocador	Bursátil. El Asesor es Su Casa de Valores Sucaval S.A
Representante de Obligacionistas	Larrea Andrade &-CIA. Abogados Asociados S.A.
Underwriting	Se contempla contrato de underwriting.
Sorteos y Rescates	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previo resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo 168 del Libro II - Ley de Mercado de Valores, contenida en el Código Orgánico Monetario y Financiero. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
Compromisos Adicionales	<ul style="list-style-type: none"> • Durante cada año de la vigencia de la emisión, los accionistas se comprometen a no recibir dividendos por un monto que exceda el 30% de la utilidad neta del ejercicio del año anterior. • Mantener una relación pasivo sobre patrimonio no mayor a 1 (uno) veces.

Fuente: Contrato Emisión / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Papel Comercial (31 de marzo de 2018)

Con fecha 12 de diciembre de 2017, mediante resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00024285, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros resolvió aprobar la emisión de obligaciones a corto plazo de la compañía AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., por un monto de hasta USD 4.000.000. Además con fecha 19 de diciembre de 2017, se procedió a inscribir la misma en el catastro público del Mercado de Valores bajo el No. 2017.Q.02.002161. Se debe indicar que la vigencia de la oferta pública vence el 02 de diciembre de 2019.

Colocación de los Valores

El 21 de diciembre de 2017, Su Casa de Valores SUCAVAL S.A. logró colocar el 100% (USD 4,00 millones) de la emisión aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Saldo de Capital

Al 31 de marzo de 2018, el monto en circulación fue de USD 4,00 millones.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - c. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;

- d. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Compromisos adicionales

El Gerente General, fija los siguientes compromisos adicionales y en tal virtud, la Compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros:

- Durante cada año de la vigencia de la emisión, los accionistas se comprometen a no recibir dividendos por un monto que exceda el 30% de la utilidad neta del ejercicio del año anterior.
- Mantener una relación pasivo sobre patrimonio no mayor a 1 (uno) veces.

La Compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento de los índices financieros señalados. Los indicadores serán revisados **semestralmente**. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros semestrales correspondientes a **junio 30 y diciembre 31 de cada año**. El seguimiento a los índices financieros iniciará el primer semestre calendario una vez los títulos estén en circulación.

Si la compañía llegara a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinada semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia. Si la misma se mantiene, se considerara como incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor, lo cual constituirá causal de aceleración de vencimientos si así lo determina la Asamblea de Obligacionistas.

En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas, el Gerente General, determina como medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades de la Compañía, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas, la toma de todas aquellas decisiones y todas aquellas gestiones que permitirán que la Compañía mantenga o incremente las operaciones propias de su giro ordinario, sin disminuir las mismas, a continuación se detallan las principales:

- Mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica.
 - Generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores.
 - Mantener una relación entre el endeudamiento financiero y la generación de flujo propio que le permita continuidad y crecimiento al negocio.
- ❖ Al 31 de marzo de 2018, la compañía cumplió con todo lo listado anteriormente. En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 2: CUMPLIMIENTO DE RESGUARDOS

Resguardo	Límite establecido	Dic-2017	Mar-18	Cumplimiento
Indicador semestral promedio de liquidez o circulante	mayor o igual a (1)		Al 31 de marzo de 2018 aún no se cuenta con el tiempo necesario para el cálculo semestral de liquidez desde la aprobación de la presente emisión, sin embargo a la fecha mencionada el indicador es de 2,27	-
Activos reales sobre los pasivos exigibles	mayor o igual a uno		3,20	SI

	(1)		
Durante cada año de la vigencia de la emisión, los accionistas se comprometen a no recibir dividendos por un monto que exceda el 30% de la utilidad neta del ejercicio del año anterior.	<30% de utilidad neta	Cumplido	SI
Mantener una relación pasivo sobre patrimonio.	menor o igual a uno (1)	0,93	SI

Fuente: Automotores de la Sierra S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión está respaldada por una Garantía General otorgada por AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de marzo de 2018, AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., estuvo conformada por un total de activos de USD 48,71 millones, de los cuales USD 41,46 millones son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 3: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE TODO GRAVAMEN (MAR-18)

Activos	Libres	%
Disponibles	9.438	22,76%
Exigibles	14.874	35,88%
Realizables	2.840	6,85%
Propiedad Planta y Equipo	7.253	17,50%
Otros activos	7.053	17,01%
TOTAL	41.458	100,00%

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de marzo de 2018, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro del Mercado de Valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

¹ "La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor."

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se debe mencionar que al 31 de marzo de 2018, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 36,99 millones, cuyo 80,00% asciende a la suma de USD 29,59 millones, cifra que genera una cobertura de 7,40 veces sobre el saldo de capital de la Emisión, determinando que ésta se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (MARZO 2018)

Descripción	Miles de USD
Total Activos	48.709
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	-
(-) Activos Gravados (USD)	7.251
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ² (USD)	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	3.750
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ³ (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁴ (USD)	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵ (USD)	721
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	36.987
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	29.590
Capital tercer papel comercial	4.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	9,25
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	7,40

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de marzo de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupan un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,92 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el monto vigente con el Mercado de Valores de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., representan el 15,07% del 200% del patrimonio al 31 de marzo de 2018, y el 30,14% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (MARZO DE 2018)

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	25.714
200% del Patrimonio (USD)	51.429
Saldo Quinta Emisión de Obligaciones	3.750
Saldo Tercer Papel Comercial	4.000
Total Emisiones	7.750
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	15,07%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	30,14%

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ En los que el emisor haya actuado como Originador

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros: cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

⁵ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

⁶ (Total Activos Deducidos – Obligaciones emitidas) / (Total Pasivo)

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras, comprendidas entre los años 2017 y 2021, arrojan cifras contenidas en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 2021, AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. reflejaría una utilidad neta igual a USD 2,67 millones.

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)

Rubro	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas netas	52.657	56.342	60.285	64.504	69.018
Costos operacionales	47.391	50.426	53.955	57.731	61.771
UTILIDAD BRUTA	5.266	5.916	6.330	6.773	7.247
Gastos de venta	3.709	3.968	4.246	4.543	4.861
Gastos de administración	847	710	810	908	1.006
Depreciaciones	206	417	395	382	374
UTILIDAD OPERATIVA	504	821	878	940	1.005
Gastos financieros	257	601	433	126	48
Otros ingresos (Egresos)	2.341	2.505	2.680	2.867	3.068
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	2.587	2.724	3.125	3.681	4.025
15% trabajadores	388	409	469	552	604
Impuesto a la Renta	484	509	584	688	753
UTILIDAD NETA	1.715	1.806	2.072	2.441	2.669

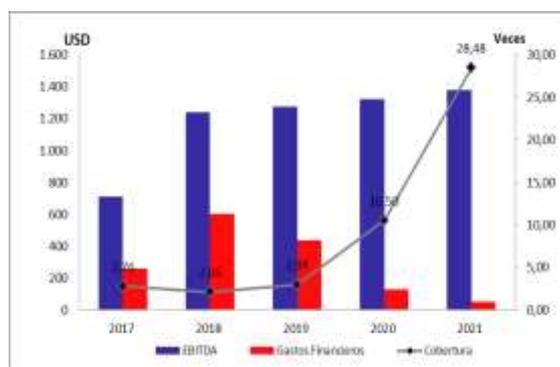
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La proyección de ventas que la compañía alcanzaría es creciente, puesto que pasarían de sumar 52,66 millones en el 2017 a USD 69,02 millones en el 2021, con un crecimiento paulatino del 7,00%. El costo de ventas y los gastos operacionales fueron establecidos bajo los mismos porcentajes de crecimiento de las ventas, con lo cual llegarían a representar un promedio del 89,60% y el 7,04% respectivamente. Por lo indicado la compañía alcanzaría una utilidad operativa positiva, que crecería de USD 0,50 millones en el 2017 a USD 1,01 millones en el 2021, cuya participación sobre las ventas sería en promedio del 1,36% durante todo el periodo proyectado. Posteriormente, se registran gastos financieros que representarían en promedio el 0,51% de las ventas entre los años 2017 y 2021, mientras que los otros ingresos tendrían una participación del 4,45%.

Finalmente, tras el descuentos de impuesto a la renta y participación a trabajadores la utilidad neta se ubicaría en USD 1,72 millones en el 2017 y crecería hasta USD 2,67 millones para el 2021, llegando a representar en promedio (2017-2021) el 3,51% de las ventas.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros que pasarían de 2,76 veces en el año 2017 a 28,48 veces en el año 2021, demostrando que el emisor gozaría en estos periodos de una capacidad de pago suficiente y aceptable para los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan ampliamente a los gastos financieros que registraría.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo, se encuentra dividido por actividades, en su primera instancia considera los rubros relacionados con los movimientos que se originan por la normal operación de la compañía, donde principalmente se encuentran inmersos los inventarios y las cuentas por cobrar a clientes, rubros importantes para el desarrollo del negocio. Posteriormente se evidencian los movimientos generados por actividades de inversión y el de actividades de financiamiento, en donde se observa el ingreso por la colocación de los recursos obtenidos por la emisión de obligaciones a largo plazo y su correspondiente pago.

Lo anterior deriva en un flujo operacional proyectado positivo a lo largo de todo el periodo de proyección, y saldos finales de efectivo positivos en cada periodo, lo que indica la generación de recursos propios que tendría la empresa, suficientes para atender sus necesidades y cumplir con sus compromisos en el futuro.

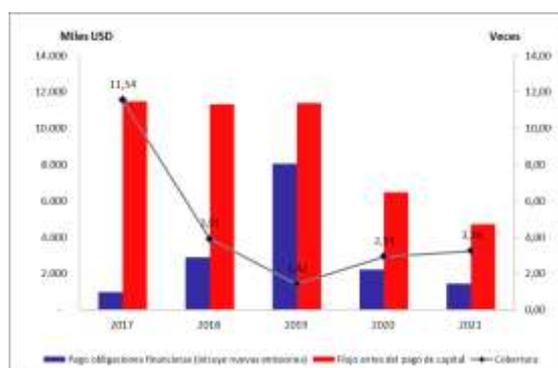
CUADRO 7: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

FLUJO DE EFECTIVO (en miles USD)					
Detalle	2017	2018	2019	2020	2021
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS					
Resultado neto de la Gestión	1.715	1.806	2.072	2.441	2.669
Ajustes para reconciliar el Resultado Neto, al efectivo (registrados como operativos y no op.)	468	498	483	476	472
Depreciación	206	417	395	382	374
Provisión para Incobrables (del año)	220	80	86	92	98
Provisión para jubilación del período	43	1	2	2	-
RESULTADO NETO DE LA GESTION	2.184	2.304	2.555	2.917	3.141
FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES OPERATIVAS					
Fuente + / Uso (-)					
en C x C Comerciales CP	(3.148)	-	-	-	-
en C x C Comerciales Relacionadas	-	(921)	(986)	(1.055)	(1.129)
en Inventarios	(4.285)	-	-	-	-
en Gastos Pagados por Adelantado	(184)	(632)	(735)	(787)	(844)
en Otros Activos Corrientes.	-	(41)	(44)	(47)	(50)
en Cuentas por Cobrar a Largo Plazo Comerciales	(1.719)	-	-	-	-
en Otros Activos NO Corrientes.	2	(369)	(394)	(422)	(451)
en Pasivos Comerciales (Proveedores)	390	-	-	-	-
en Pasivos Comerciales (Relacionadas)	96	-	-	-	-
en Cuentas por pagar entidades Financieras por compra de cartera	(3)	1	1	1	1
en Anticipos de Clientes	25	-	-	-	-
en Otros Ingresos Percibidos por Adelantado	-	27	29	31	33
en provisión por ajustes	(258)	-	-	-	-
en Impuestos y Retenciones por Pagar	(94)	33	37	40	44
en Cuentas por pagar compañías relacionadas	-	-	28	15	24
en Otros Pasivos Corrientes	53	-	-	-	-
en Pasivos por Impuestos Diferidos LP	0	1	1	1	1
en Otros Pasivos de Largo Plazo	10	13	14	15	17
VARIACION EN ACTIVOS Y PASIVOS OPERATIVOS	(9.114)	(1.888)	(2.050)	(2.206)	(2.353)
I. TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	(6.930)	416	505	710	788

FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES DE INVERSION					
Fuente + / Uso (-)					
en Inversiones a Largo Plazo	229	-	-	-	-
en activos intangibles	-	(350)	(337)	(329)	(325)
II. TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSION	229	(350)	(337)	(329)	(325)
FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES DE FINANCIACION					
Fuente + / Uso (-)					
en CxC Relacionadas	(69)	-	-	-	-
en Porción Corriente deuda financiera	3.858	-	-	-	-
en Deudas Financieras Corto Plazo	-	9	47	(99)	(62)
En Emisión Anterior	-	(917)	-	2.000	-
En Emisión de Obligaciones NUEVO PC	1.000	-	-	-	-
En Papel Comercial NUEVA	4.000	-	-	-	-
en Deudas bancaria Largo Plazo	(926)	-	-	-	-
En Emisión de Obligaciones NUEVO LP	3.000	-	-	-	(1.000)
		-	(4.000)	-	-
FLUJO DE CUENTAS PATRIMONIALES					
(-) Dividendos entregados al Cierre del Ejercicio	-	(1.000)	(1.000)	(1.000)	-
(-) Aporte para Futuras Capitalizaciones	-	(225)	(290)	(364)	(398)
III. TOTAL FLUJO EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE FINANCIACION	10.862	(2.133)	(5.243)	537	(1.461)
(I+II+III) TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE LA GESTION	4.162	(2.067)	(5.075)	917	(998)
Saldo de Caja Comienzo del periodo	6.332	10.494	8.427	3.352	4.269
SALDO DE CAJA DE FIN DE PERIODO	10.494	8.427	3.352	4.269	3.272

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁷ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES A EMITIR



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de la estructuración financiera, afectando dos de sus variables, las ventas y el Costo de Ventas, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se mantuvo el mismo valor de las ventas registradas en el 2016 sin generar un incremento y se aumentó la participación del costo de ventas sobre los ingresos, del 89,50% sobre los ingresos ordinarios que contempla la proyección, al 90,50%; esta afectación provocó una disminución en la utilidad neta pasando a registrar un promedio de 3,26%; sin embargo, la proyección siguió presentando utilidades netas. Por otro lado, la proyección de flujos se afectó considerando la generación los resultados netos de la Gestión; esta afectación provocó una disminución promedio de los flujos operacionales del 40,17%; sin embargo, la proyección siguió presentando saldos de efectivo positivos, suficientes para cubrir la deuda derivada de la emisión evaluada en este informe.

Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado

El marzo de 2018, las ventas reales registraron un cumplimiento del 111,50% frente a lo proyectado, lo que demuestra que los resultados se apegaron a lo estimado en un inicio, por su parte los costos de ventas

⁷ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio

mantuvieron un comportamiento similar al de las ventas, puesto que presentaron un cumplimiento del 111,63%, lo que repercutió en parte en su utilidad bruta, pues su cumplimiento fue de 110,34%.

Después de descontar los gastos operativos, la compañía arrojó una utilidad operativa que registró un cumplimiento de 242,32%. Por otro lado, gracias al registro de ingresos no operativos y menores gastos financieros, la compañía superó los resultados finales estimados en un inicio, registrando un cumplimiento de 149,34%.

CUADRO 8: COMPARATIVO RESULTADOS REALES VS PROYECTADO (miles USD)

Rubro	Mar- 2018(Proyectado)	Mar-2018 (Real)	Cumplimiento
Ventas Netas	14.086	15.706	111,50%
Costo de Ventas	12.677	14.152	111,63%
Utilidad Bruta	1.409	1.554	110,34%
Gastos de venta	992	1.017	102,56%
Gastos de administración	240	150	62,64%
Depreciaciones	42	60	143,31%
Utilidad Operacional	135	327	242,32%
Gastos Financieros	288	160	55,46%
Otros Ingresos	626	565	90,25%
Otros Egresos	-	26	0,00%
Utilidad Antes de Impuestos y Participación	473	707	149,34%
Impuesto a la Renta	88	-	0,00%
Participación a empleados	71	-	0,00%
Utilidad Neta	314	707	225,24%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Al referirnos al flujo de caja real de marzo de 2018, se puede indicar que el flujo final del año, se mostró superior a lo proyectado en un inicio, lo que demuestra que el emisor presentó la capacidad suficiente para afrontar sus obligaciones de manera oportuna.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Emisión de Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

De acuerdo con las estimaciones realizadas por la ONU, se prevé que en 2018 y 2019 la economía mundial presente un crecimiento estable del 3,0% aproximadamente. Aunque persisten algunos riesgos e incertidumbres, los rasgos destacables del actual entorno económico son una mayor simultaneidad de los ciclos económicos de las principales economías, la estabilidad de los mercados financieros y la ausencia de eventos negativos, como las grandes alteraciones de los precios de los productos básicos⁸.

La recuperación económica de América Latina también está cobrando ímpetu, a medida que las recesiones de algunos países (Brasil, Argentina y Ecuador) llegan a su fin. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario

⁸ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2018_es_sp.pdf

Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima que la actividad se acelere a 1,9% en 2018 y 2,6% en 2019⁹.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico positivo para el año 2018, aunque las proyecciones difieren significativamente entre entidades. Por ejemplo, para el Banco Central del Ecuador (BCE), el repunte económico del 2,0% en 2018 se daría gracias al aumento en la inversión agregada. Por su parte, el Banco Mundial pronostica un crecimiento bajo del 0,8% en 2018 y 0,9% en 2019¹⁰. Las últimas proyecciones realizadas por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estiman un crecimiento del 2,0%¹¹. En cambio, según las últimas estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del Ecuador sería de 2,2% en 2018, superando así al crecimiento promedio de la región¹². El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹³.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados al cierre de marzo de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (prev) (millones USD 2007) año 2018	71.496,92	Crecimiento anual PIB (t/t-4) IV trimestre 2017	2,97%
Deuda Externa Pública como % PIB (feb - 2018)	33,70%	Inflación mensual (abr- 2018)	-0,14%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-feb 2018	50,18	Inflación anual (abr - 2018)	-0,78%
RI (millones USD al 30 de abril-2018)	4.260,35	Inflación acumulada (abr 2018)	0,27%
Riesgo país (06-mayo-2018)	714,00	Remesas (millones USD) año 2017	2.840,2
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 06-mayo-2018)	69,72	Tasa de Desempleo Urbano (dic - 2017)	5,82%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, no existe un consenso sobre el índice de crecimiento económico de Ecuador para el 2018. Las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 0,8% al 2,2%. Al cierre del año 2017, de acuerdo a las estadísticas del BCE, el PIB registró un crecimiento en términos reales del 3,0%. Este dinamismo se explica principalmente por el aumento del Gasto del Consumo Final de los Hogares, el Gasto de Consumo Final del Gobierno General y las Exportaciones. En términos corrientes, el PIB alcanzó USD 103,057 millones. Las industrias que presentaron un mayor crecimiento anual fueron: Suministro de Electricidad y Agua (12,9%), debido a que la central hidroeléctrica Coca Codo Sinclair entró en pleno funcionamiento e incrementó su generación de kWh; la industria de Servicios Financieros (10,9%) y la industria de Acuicultura (7,5%), siendo este último crecimiento consecuencia de un incremento de la exportación de camarón (18% en términos brutos), debido al impulso de las inversiones, la creciente demanda del mercado asiático y la tecnificación en toda la cadena productiva. De igual forma, el VAB de Correo y Comunicaciones presentó un crecimiento anual de 6,7%, donde se destacan las remesas recibidas que registraron una tasa de variación positiva de 9%¹⁴.

En los meses de enero y febrero de 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 3.335,6 millones, siendo superior en 22,7% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegando a USD 2.718,3 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: bienes de consumo (29,9%), bienes de capital (27,9%), materias primas (18,4%) y combustibles y lubricantes (18,2%); mientras que los productos diversos disminuyeron en (-24,0%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, entre otros.

⁹ <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=8634>

¹⁰ <http://pubdocs.worldbank.org/en/274111512062610956/Global-Economic-Prospects-Jan-2018-Regional-Overview-LAC-SP.pdf>

¹¹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/economia-ecuador-crecimiento-2018-cepal.html>

¹² <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/el-fmi-eleva-la-prevision-de-crecimiento-en-2018-de-ecuador-de-0-6-a-2-2>

¹³ <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

¹⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1080-ecuador-crecio-30-en-2017-y-confirma-el-dinamismo-de-su-economia>

Por su parte, las **exportaciones totales** en el primer enero-febrero de 2018 alcanzaron USD 3.385,8 millones, siendo superiores en 7,8% frente al mismo periodo del 2017 (que alcanzó los USD 3.140,2 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -9,5% y se registró una variación del valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados de USD 44,1 durante el primer bimestre de 2017 a USD 57,4 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-febrero de 2018 crecieron en 1,8% frente al 2017, alcanzando USD 2.041,7 millones.

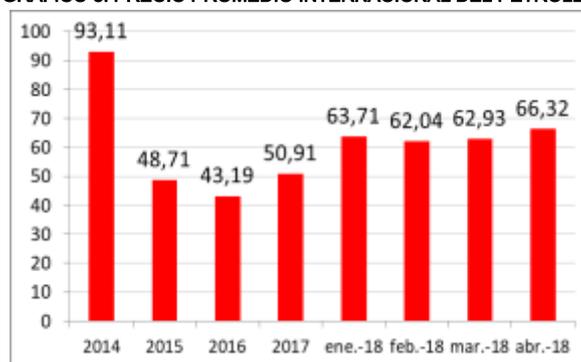
Luego del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea en enero de 2017, las exportaciones no petroleras a este destino se han beneficiado de las preferencias arancelarias, lo que implicó que al 2017 las exportaciones totales se incrementen un 15% respecto al 2016¹⁵.

El sector comercial también se beneficiará al exportar productos (como banano, flores, camarón) al mercado estadounidense pagando cero arancel. Esto se da a partir del proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, pactado el 13 de febrero de 2018 por la Cámara de Representantes de Estados Unidos. Según el Ministerio de Comercio Exterior, el SGP beneficia a 840 empresas ecuatorianas por un total de USD 400 millones en exportaciones y se tiene un ahorro neto por aranceles no pagados de USD 18 millones¹⁶.

Desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante no se ha podido cumplir con lo pactado debido a la compleja situación económica por la cual atraviesa el país.

Después de la caída del precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, se muestra un comportamiento relativamente estable en lo que va de 2017, pues en febrero de 2017, se registró en USD 53,40 por barril, mientras que en diciembre de 2017 llegó a USD 57,94 por barril y aumenta a USD 69,72 al 06 de mayo de 2018¹⁷.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Indexmundi¹⁸ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria** sin contribuciones solidarias en marzo de 2018, sumó USD 1.117,26 millones, siendo superior en un 10,0% frente a lo registrado en marzo de 2017 (USD 1.016,08 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a marzo de 2018 destacan, el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 81,74 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 511,53 millones, Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 85,23 millones, Impuesto a la Renta (IR) con USD 352,89 millones.

La **inflación** anual al 30 de abril de 2018 fue de -0,78%, siendo la variación anual más baja desde 2009. Por su parte, la inflación mensual se ubicó en -0,14%. Desde inicios de 2016, la inflación presenta una marcada

¹⁵ <http://www.andes.info.ec/en/noticias/economia/16/empresarios-ecuador-union-europea-dialogan-optimizar-acuerdo-comercial>

¹⁶ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

¹⁷ <https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo-texas>

¹⁸ <https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo-texas>

reducción, lo cual es reflejo de la contracción en el consumo de los hogares a causa de la situación económica por la que atraviesa el país.

En referencia al **salario nominal promedio**, se aprecia que a marzo de 2018, alcanzó un monto de USD 450,26¹⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue fijado en USD 386,00, mismo que se ha mantenido desde enero de 2018 y reflejó un incremento del 2,46% frente al salario unificado nominal del año 2017 (USD 375,00²⁰). Para la fijación del monto del Salario Básico Unificado los expertos consideraron el 2,3% de promedio de inflación, conforme el informe presentado por la Secretaría Técnica del CNTS. El aumento en el salario unificado nominal va de acuerdo a una reforma laboral impuesta por el Gobierno ecuatoriano, cuyo objetivo es que los salarios progresivamente se equiparen con el costo de la canasta básica familiar, la misma que al mes de abril de 2018 se ubicó en USD 709,74²¹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, con una cobertura del 101,52%.

En el trimestre de marzo de 2018, se puede apreciar que a nivel nacional el 70,5% de la población total se encuentra en edad de trabajar, de este total el 68,1% se encuentra económicamente activa (8,2 millones de personas). De este modo, a marzo de 2018 el **empleo bruto nacional** se ubicó en 65,1% (65,9% a marzo de 2017). El **desempleo** por su parte registró un 4,4% a marzo de 2018, similar a marzo de 2017. El **empleo adecuado**, fue de 41,1% a marzo de 2018, ligeramente superior a marzo de 2017 que se ubicó en 38,5%²².

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 21,5% a diciembre de 2017. El resultado anterior presentó una disminución casi imperceptible con respecto al mismo periodo del año previo (22,9%). Por su parte, la pobreza extrema fue de 7,9% a diciembre de 2017. La ciudad que mayores niveles de pobreza presentó fue Machala con el 13,6% le siguen Ambato con 11,3%, Guayaquil con el 9,6%, Quito con el 7,3%.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés** referenciales no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial fue de 4,99% para abril de 2018, mientras que la tasa activa referencial fue de 7,63% existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,64%²³.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el primer trimestre 2018, las instituciones financieras, fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos de Consumo y vivienda, dado que el saldo entre los bancos y cooperativas menos y más restrictivos, fue positivo. Por otro lado en los segmentos microcrédito y productivo el saldo fue nulo²⁴.

El flujo de **remesas** que ingresó al país durante 2017, totalizó USD 2.840,2 millones, cifra superior en un 9,2% con respecto a 2016 (USD 2.602,0). Este incremento se atribuye a la expansión económica en Europa y Estados Unidos (EUA), lo que permitió a los migrantes ecuatorianos enviar mayores cantidades de dinero a sus familiares. Adicionalmente, las políticas migratorias implementadas en 2017 por los EUA habrían obligado a los migrantes ecuatorianos a enviar un mayor monto de remesas al país. Las provincias que concentraron los principales montos de remesas fueron: Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar cuyo agregado sumó USD 2.113,6 millones que representó el 74,4% de flujo total de remesas²⁵.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el cuarto trimestre de 2017 fue de USD 82,55 millones; monto inferior en 72,38% al registrado en su similar periodo en el 2016 (que alcanzó USD 298,88 millones). La mayor parte de la IED en 2017 se canalizó principalmente a ramas productivas como: agricultura, silvicultura, caza y pesca, construcción, explotación de minas y canteras, industria manufacturera, servicios prestados a las empresas y comercio.

Al mes de febrero de 2018, de acuerdo a información presentada por el Banco Central, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.053,2 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses, ésta cifra presentó un incremento con respecto a febrero de 2017 (USD 21.266,8 millones), mientras que el saldo

¹⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201803.pdf>

²⁰ <https://elyex.com/salario-basico-unificado-ecuador-trabajadores-2018/>

²¹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/inflacion/2017/Diciembre-2017/01%20ipc%20Presentacion_IPC_diciembre2017.pdf

²² http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Marzo-2018/032018_Presentacion_M_Laboral.pdf

²³ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-monetario-financiero>

²⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IT-2018.pdf>

²⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/756>

de **deuda externa privada** hasta febrero de 2018 fue de USD 7.472,5 millones, que equivale al 7,2% del PIB, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Asimismo, un punto importante a ser mencionado en este ámbito es que las cuentas públicas, en el caso del Presupuesto del Estado muestran una necesidad de financiamiento de alrededor de USD 8.254 millones para el 2018²⁶. Considerando que según lo establece la normativa respectiva, el límite legal para la **relación deuda/PIB** es del 40%, la misma que según el BCE y el Ministerio de Finanzas del Ecuador a enero de 2018, la deuda consolidada se encontró en 34,3% del PIB²⁷.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, puesto que el 2014 se redujeron a USD 3.949,1 millones, situación similar al 2015, pues las RI registraron USD 2.496 millones. No obstante, para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y nuevamente disminuyeron a 2.451 millones en 2017. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Con corte a marzo de 2018 las reservas internacionales registraron un saldo USD 4.868,08 millones y al 30 de abril de 2018 el saldo de reservas internacionales disminuyó a USD 4.260,35 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable, a marzo de 2018, debido a la creciente carga de deuda e intereses que enfrenta Ecuador, además, la firma indica que presenta mayores vulnerabilidades fiscales y externas, una débil capacidad institucional y una falta de flexibilidad monetaria, lo que restringe las opciones de política que puede tomar el Gobierno recién asumido²⁸. Esto genera un impacto sobre el incremento del riesgo país, lo cual dificulta el conseguir financiamiento en el mercado internacional, manteniendo únicamente la fuente de financiamiento proveniente de China, la misma que en ciertos casos es desfavorable debido a las altas tasas de interés o por la garantía de venta anticipada de petróleo.

La economía ecuatoriana se ha visto fuertemente afectada por la caída del precio de las materias primas, entre otras causas; es así que en términos generales, en el mediano plazo la creciente participación y regulación de la actividad económica por parte del Gobierno genera cierta incertidumbre en su sostenibilidad, pues su operatividad depende en gran medida de sus ingresos petroleros.

Por otro lado, la eliminación de salvaguardas y el IVA que vuelve al 12% representa una pérdida estimada en USD 1.900 millones por año²⁹; siendo las dos fuentes principales de ingreso para el fisco que sufre cada año un déficit mayor. Se prevé que se tome medidas para compensar los ingresos perdidos con una reforma tributaria que permita generar ingresos fiscales y reduzca la salida de divisas.

A finales del 2017 entró en vigencia el Servicio Nacional de Aduana del Ecuador (Senae) resolvió implementar una tasa de servicio de control aduanero de diez centavos por unidad importada. "La emisión de la resolución está fundamentada en la necesidad de fortalecer el servicio de control aduanero, para combatir el contrabando y la defraudación". Recientemente, la Unión Europea mostró su preocupación por la tasa de control aduanero que impuso Ecuador a sus importaciones. Este 01 de enero de 2018 se cumplirá el primer año de la entrada en vigencia del acuerdo comercial con el bloque europeo³⁰.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 10 de junio de 1970, mediante Escritura Pública, fue constituida la compañía, bajo la denominación AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., cuya duración será hasta 50 años. La fecha de inscripción de la escritura de constitución en el Registro Mercantil fue el 29 de junio de 1970.

²⁶ <http://www.elcomercio.com/actualidad/asamblea-aprobacion-proforma-2018-leninmoreno.html>

²⁷ http://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/02/DEUDA-SECTOR-P%C3%9ABLICO-DEL-ECUADOR_enero2018_2-2.pdf

²⁸ <https://notimundo.com.ec/nota-credicia-de-ecuador-desciende-de-ba-b-segun-standard-poors/>

²⁹ <http://www.grupospurrier.com/sp/html/suscriptores/resumen201720.php>

³⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/2017/12/04/nota/6512023/distintos-escenarios-economicos-vivio-ecuador-2017>

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. tiene como objeto principal dedicarse a la celebración de contratos de concesión, a la realización de agencias, representaciones y, especialmente importación de automóviles, motores, automotores en general, repuestos y partes de dichas máquinas, entre otras actividades.

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. el 14 de noviembre de 2014, renovó por dos años el contrato de concesión con GME (General Motors Ecuador), en el que se autoriza a la compañía a vender y dar servicio a los productos de GME, los que ésta distribuya o comercialice y para presentarse como concesionario autorizado de la marca Chevrolet (vehículos, repuestos y accesorios), bajo las condiciones y responsabilidades mutuas entre la compañía y GME y las de ambos con respecto a los clientes, según los lineamientos establecidos en dicho contrato. Posteriormente, en enero de 2017 firmó un adendum al contrato de distribución con prórroga al contrato mencionado anteriormente y con fecha 03 de abril del 2017, se realizó la firma del contrato de concesión con General Motors, por el periodo de dos años.

La compañía pone a disposición de sus clientes vehículos livianos en todos los segmentos, así mismo oferta camiones de varias capacidades de carga, todo bajo la prestigiosa marca Chevrolet. También posee talleres donde brinda servicio especializado y personalizado para el mantenimiento de vehículos, además de comercializar accesorios y repuestos originales de marcha Chevrolet. A continuación un detalle de los puntos de venta y la oferta de cada uno de ellos.

CUADRO 10: PUNTOS DE VENTA

Local	Oferta
Matriz (Ambato)	Vehículos livianos, mecánica, latonería y repuestos
Camiones (Ambato)	Vehículos pesados, mecánica y repuestos
Norte (Ambato)	Vehículos livianos y pesados, mecánica y repuestos
Riobamba	Vehículos livianos y pesados, mecánica, repuestos y latonería
Latacunga	Vehículos livianos y pesados, mecánica, repuestos y latonería.

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Propiedad Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de marzo de 2018, AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. registró un capital social de USD 11.000.000,00, el cual se divide en el mismo número de acciones ordinarias nominativas de USD 1,00 cada una. A continuación se evidencia un detalle de la distribución accionarial de la compañía según el capital pagado:

CUADRO 11: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación (%)
FIDEICOMISO TIMI	6.727.433	61,16%
CABEZA DE VACA BOWMAN RICARDO	761.359	6,92%
FAAUTO S.A.	530.034	4,82%
CALLEJAS CHIRIBOGA SIXTO GONZALO	504.112	4,58%
CABEZA DE VACA MARÍN HERNAN	446.791	4,06%
OTROS	2.030.271	18,46%
Total	11.000.000	100,00%

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. está gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, el Presidente del Directorio, Presidente Ejecutivo, Vicepresidente y el Gerente General. Así mismo se observa que la compañía posee estructuradas varias gerencias, dentro de las cuales están departamentos estratégicamente establecidos para una correcta operación de la empresa. A continuación se aprecia el organigrama de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.:

Empresas Vinculadas o Relacionadas

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. mantiene vinculación con las siguientes empresas:

CUADRO 13: VINCULADAS

Tipo de Vinculación	Compañías
Accionistas en común	Central Car S.A., Llantas y Servicios de la Sierra S.A., Puntosierra S.A., Autosierra S.A., Rutasierra S.A.
Administración en común	Proauto C.A., E. Maulme C.A., Mirasol S.A., Reencauchadora de la Sierra S.A.,

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 14: VINCULADAS POR ACCIONES

Compañía	Valor (USD)	Participación (%)
Ecuatrán S.A.	31.437	3,24%
Plan Automotriz Ecuatoriano (Chevyplan)	383.904	39,53%
Softsierra	204.408	21,05%
Reponer	250.000	25,74%
Kerygmaseg	70.929	7,30%
Datasierra	25.000	2,57%
Otros	5.588	0,58%
TOTAL	971.266	100,00%

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. mantiene una amplia gama de clientes dentro de su portafolio debido al tipo de negocio en el que se desenvuelve.

Debido a que la compañía financia a sus clientes de manera directa la compra de sus vehículos, la misma posee un manual de políticas de crédito, el cual abarca los procesos y requisitos que un cliente debe cumplir para acceder a este tipo de financiamiento. Los plazo de crédito para vehículos livianos es de hasta 3 años, mientras que para vehículos pesados el tiempo asciende a 4 años. Dentro de este punto cabe destacar que la empresa dentro de su estructura posee un departamento de crédito y cobranzas que se dedica específicamente al proceso y análisis de crédito.

Al realizar el análisis de la antigüedad de la cartera con financiamiento directo, se puede apreciar que el 86,19% de la cartera fue por vencer al 31 de marzo de 2018, mientras que el 13,81% fue cartera vencida. Es importante mencionar que la empresa mantiene cuentas por cobrar por vencer inferiores a 1 año.

Proveedores

Dado que AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. es un concesionario Chevrolet, su principal proveedor es General Motors Ecuador, siendo éste quien le surte a la empresa de vehículos, repuestos y accesorios (94,80% del total de proveedores). Adicionalmente, se identifican otros proveedores con un porcentaje de participación inferior al 2,50%, como CEPEDA Cía. Ltda., Centralcar S.A., Imbauto S.A., entre otros.

Políticas de Precios

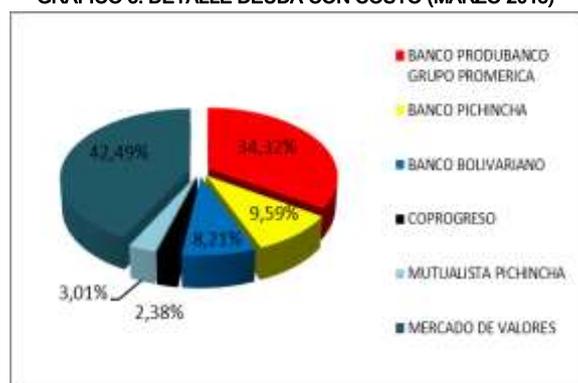
La compañía no mantiene una política de precios específica, sin embargo los precios de venta al público son establecidos mensualmente en base a un listado sugerido por la marca Chevrolet.

Política de Financiamiento

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. durante los últimos 3 años ha financiado sus operaciones de mayor manera con el patrimonio, sin embargo es destacable indicar que la compañía también se ha financiado con recursos provenientes de entidades financieras locales y a través del mercado de valores, observándose una diversificada fuente de recursos.

Al 31 de marzo de 2018 la deuda con costo financió el 36,28% de los activos (40,16% a diciembre de 2017), la cual se encontró mayormente conformada por préstamos de entidades financieras, seguida de recursos obtenidos a través del mercado de valores por medio de la emisión de obligaciones que la compañía mantiene vigente.

GRÁFICO 5: DETALLE DEUDA CON COSTO (MARZO 2018)



Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de Inversiones

Las principales inversiones de la compañía han estado direccionadas en el fortalecimiento de la infraestructura operativa, para lo cual se han destinado importantes recursos en la construcción y remodelación de puntos de venta y talleres.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. al ser una empresa direccionada al sector automotriz, y al establecerse como el concesionario de la marca General Motors Ecuador (Chevrolet), está regulada por las políticas de la franquicia y más específicamente a las establecidas en su contrato de concesión. Así mismo, la compañía presenta las regulaciones tradicionales, las mismas que están definidas por diferentes entes gubernamentales, los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones, así tenemos al Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, IESS, Ministerio de Relaciones Laborales, Aduanas, entre otros.

Adicionalmente, AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. está sujeta a regulaciones impuestas por el Comité de Comercio Exterior (COMEX), mismas que establecen restricciones cuantitativas anuales a la importación de vehículos, las cuales aplican para todo la industria automotriz.

Responsabilidad Social y Ambiental

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. no trabaja con proyectos específicos referentes a responsabilidad social, la compañía canaliza estos ámbitos a través de donaciones hacia organismos especializados para que los recursos entregados sean utilizados de mejor manera.

Eventos Importantes

- El 14 de noviembre de 2014 se firmó la renovación del contrato de concesión entre AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. y General Motors Ecuador para la venta y servicio a los productos de GME. Posteriormente, en enero de 2017 firmó un adendum al contrato de distribución con prórroga al contrato mencionado anteriormente y con fecha 03 de abril del 2017, se realizó la firma del contrato de concesión con General Motors, por el periodo de dos años.
- En el año 2017, la industria automotriz nacional ha experimentado un crecimiento en la venta de unidades, (+ 63%, comparativo enero – septiembre 2016 a enero – septiembre 2017).
- A nivel nacional la marca Chevrolet se consolidó nuevamente como líder del mercado, con una participación en el mercado del 40% a septiembre de 2017.
- Con fecha 16 de abril de 2018 el Representante de los Obligacionistas emitió su informe de gestión.

Riesgo Legal

Al 31 de marzo de 2018, la administración de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. detalla mantener 45 causas en proceso como actor/ofendido, y un proceso como demandado – procesado, sin embargo estos procesos no representan un riesgo para la normal operatividad de la compañía.

Liquidez de los títulos

Hasta el 21 de diciembre de 2017, Su Casa de Valores SUCAVAL S.A. logró colocar el 100% de la emisión aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, USD 4,00 millones.

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., ha participado anteriormente en el Mercado de Valores con varios procesos, tal como se puede observar a continuación:

CUADRO 15: PARTICIPACIONES EN EL MERCADO DE VALORES

Instrumento	Año Emisión	Monto Autorizado	Saldo de Capital (31-mar-18)
Primera Emisión de Obligaciones	2008	4.000.000	Cancelado
Segunda Emisión de Obligaciones	2009	1.500.000	Cancelado
Primera Emisión de Papel Comercial	2009	1.500.000	Cancelado
Tercera Emisión de Obligaciones	2011	5.000.000	Cancelado
Segunda Emisión de Papel Comercial	2013	2.000.000	Cancelado
Cuarta Emisión de Obligaciones	2013	3.000.000	Cancelado
Quinta Emisión de Obligaciones	2017	4.000.000	3.750.000
Tercera Emisión de Papel Comercial	2017	4.000.000	4.000.000

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

CUADRO 16: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
dic-17	9	7.827.685,11	19	0,47
ene-18	1	250.000,00	22	0,05
mar-18	2	564.000,00	21	0,10
Feb - 18	0	0	20	1,00
abr-18	5	726.000,01	20	0,25

Fuente: BOLSAS DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL. / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Situación del Sector

El sector al cual está enfocado los productos que comercializa la empresa, es el automotriz de ahí la importancia de analizar su posición al respecto de la situación que actualmente atraviesa el país.

Se debe destacar que la industria automotriz ha impulsado a otras industrias del sector productivo como la siderúrgica, metalúrgica, metalmecánica, minera, petrolera, petroquímica, del plástico, vidrio, electricidad, robótica e informática, industrias claves para la elaboración de los vehículos. De este modo, el sector automotriz integra a diferentes actores, tanto para las firmas autopartistas proveedoras de partes y piezas; así como para las ensambladoras que son las firmas que imponen los estándares productivos de la cadena.

El sector automotor ecuatoriano está conformado por cuatro empresas ensambladoras, 92 firmas autopartistas, 81 empresas de carrocerías, 1.271 comercializadores e importadores de vehículos nuevos y usados, 137 establecimientos de venta de motocicletas y 3.126 empresas de comercio automotor como talleres, mecánicas, venta de partes, etc. Sector que genera alrededor de 56.801 puestos laborales.^[1]

El sector automotriz durante los últimos años se ha visto afectado por distintas medidas, como lo son los registros de importación, cupos de importación, salvaguardas e impuesto a la salida de divisas entre los más importantes. Como antecedente el Comité de Comercio Exterior (COMEX) dio a conocer el 05 de enero de 2015 un nuevo recorte tanto para los cupos de importación de vehículos como para las partes o CKD para su ensamblaje, que redujo los cupos hasta en un 57%. Según mencionó la presidenta de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador, la reducción fue en el orden del 40% para autos importados y del 20% para CKD (partes y piezas para el ensamblaje local).

La situación del sector automotor se presentó compleja en el arranque del 2016. Las ventas de vehículos importados y ensamblados en el país cayeron en un 41,2% entre enero y junio de 2016 respecto al mismo período del 2015. Para los representantes de sector, el principal factor fue una contracción significativa de la demanda, más allá de los cupos de importación, tanto para modelos terminados como para CKD (partes para ensamblaje nacional), sin embargo para finales de 2016 el sector tuvo ventas mayores a las esperadas con un total de 63.555 unidades vendidas.

Es importante mencionar que desde el primer día en que entró en vigencia el Acuerdo con la Unión Europea (UE) se contó con una reducción porcentual del arancel. La reducción del pago de los importadores varía conforme a las condiciones del tratado y la desgravación rige para todas las marcas que cuentan con plantas en territorio europeo, independientemente de si se trata de empresas de otros orígenes. Como parte de la negociación se establecieron períodos de desgravación para canastas de productos. En el caso del sector automotor, el punto de partida de la desgravación es el arancel vigente al momento de la negociación y se consideran cuatro períodos: inmediato, 5, 7 y 10 años, a partir de la entrada en vigencia. Así, para el caso de los motocultores, tractores, tractocamiones y buses la desgravación fue inmediata. Para los camiones de más de 9,3 toneladas y de más de 20 toneladas, la desgravación es gradual en un plazo de cinco años. Vehículos livianos, incluyendo automóviles, vans, SUV tienen un plazo de desgravación de siete años y los camiones livianos, ultralivianos, medianos y camionetas, un plazo de 10 años. La reducción del precio no será significativa en un inicio, según estimaciones de la Aeade. El Acuerdo no garantiza que los precios de los autos bajen de inmediato y se debe considerar que los aranceles solo son solo una parte de los costos de

[1] <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2018/03/boletin%2017%20espanol%20resumido.pdf>

importación, para los vehículos existen otros impuestos y a eso debe sumarse el precio que establece cada casa automotriz.^[2]

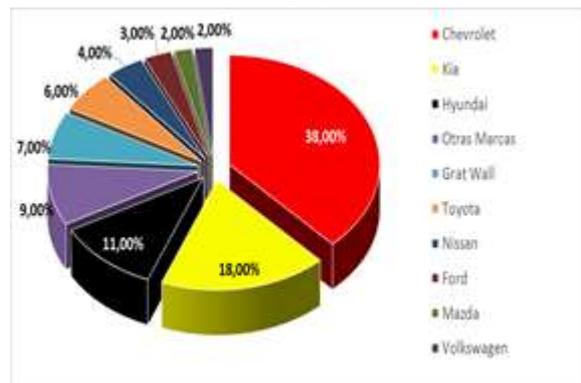
Las ventas en el sector automotor del país registran una recuperación en el 2017 en comparación con 2016, catalogado como "uno de los peores años en desempeño", según la Asociación de Empresas Automotrices. El sector atravesó durante 2016 uno de los peores años de desempeño, que representó casi un retroceso a un mercado del año 2004. Más de 12 años de retroceso en el mercado automotriz en particular.

De acuerdo con datos publicados por la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE)^[3] en su página web, de enero a diciembre del año 2017 se han vendido 105.077 unidades. Esto representó un 49,59% más que en diciembre del 2016, cuando se vendieron 70.241 vehículos. Mientras que en el mes de marzo de 2018 se vendieron 11.413 unidades 52,07% más que las de marzo de 2017 cuando se vendieron 7.505 unidades, siendo el marzo del 2018, el marzo en el que más vehículos se han vendido entre los periodos 2013-2018. Por otro lado es necesario mencionar que del total de ventas de unidades de marzo de 2018, dentro de los vehículos livianos (automóviles, camionetas, SUV) las marcas más representativas fueron Chevrolet con el 38% del total de ventas y Kia con el 18% del total de ventas. Además dentro del segmento de vehículos comerciales (VAN, Camiones y Buses) las marcas representativas fueron Hino con el 28% y Chevrolet con el 23%. A continuación se presenta un detalle de lo mencionado:

GRÁFICO 6: VENTA TOTAL DE VEHÍCULOS (UNIDADES) ENE 2017- MAR 2018

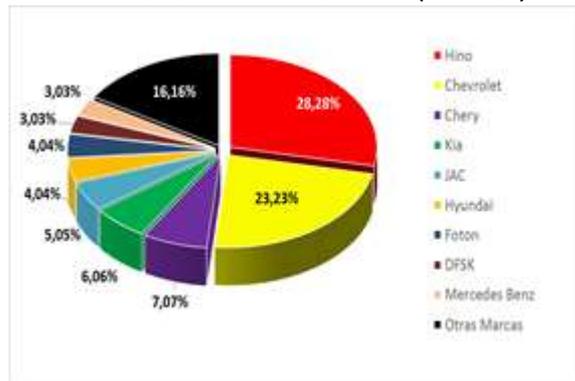


GRÁFICO 7: VENTA DE VEHÍCULOS LIVIANOS (UNIDADES) MARZO-2018



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 8: VENTA DE VEHÍCULOS COMERCIALES (UNIDADES) MARZO-2018



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

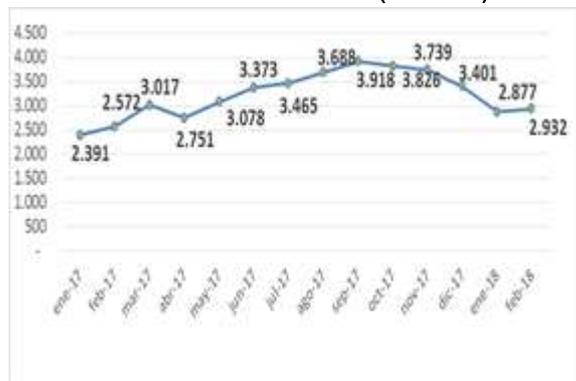
De igual manera con datos publicados por la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE), podemos analizar la producción de vehículos, que en el mes de febrero de 2018 fue de 2.938 vehículos,

^[2] <https://lahora.com.ec/noticia/1102034109/noticia>

^[3] <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2017/12/boletin%2015%20espanol%20resumido.pdf>

14,00% de vehículos más producidos que en febrero de 2017. La producción máxima en el 2017 fue en el mes de septiembre con 3.918 vehículos producidos. A continuación un detalle de la producción de vehículos:

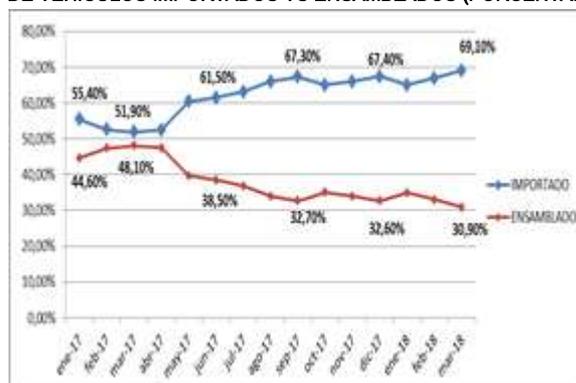
GRÁFICO 9: PRODUCCIÓN TOTAL DE VEHÍCULOS (UNIDADES) ENE 2017- FEB 2018



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

Dentro de la venta de vehículos en el sector automotriz ecuatoriano en el mes de marzo del 2018, existe una concentración en la venta de vehículos importados, sobre los ensamblados en el país, es así que el 69,10% de los vehículos vendidos en el mes fueron importados. Cabe recalcar que en los primeros meses del año 2017, no existía una concentración entre importados y ensamblados, es a partir de mayo de 2017 donde empieza a aumentar los autos importados y reducirse los autos ensamblados, mes donde el gobierno ecuatoriano retiró las medidas implementadas por el terremoto de abril de 2016. A continuación un gráfico sobre lo mencionado:

GRÁFICO 10: VENTAS DE VEHICULOS IMPORTADOS VS ENSAMBLADOS (PORCENTAJE) ENE 2017- MAR 2018



Fuente: AEADE / Elaboración: Class International Rating

Expectativas

La tasa de servicio de control aduanero para las importaciones, que entró en vigencia el 13 de noviembre de 2017, también gravará a los vehículos y a las partes y piezas que ingresen para ensamblarse en el Ecuador.

El presidente ejecutivo de la Aeade, señala que al gremio le preocupa la fórmula de cálculo de la tasa, pues afectará principalmente a los vehículos más pesados, que son usados por el sector productivo, puesto que esta tasa es absolutamente discrecional y tiene impacto mayor en los bienes necesarios para la producción nacional, entre ellos vehículos como camiones, camionetas, como ejemplo: Que un bus totalmente armado o un camión para la construcción, conocido como hormigonera, pagaría USD 4.500 adicionales. Mientras un automóvil en promedio costaría cerca de USD 170 más.

El presidente de la Federación Nacional del Transporte Pesado, lamenta que la tasa no solo afecte a la importación de automotores pesados, sino también a otros productos como llantas y repuestos, que demandan los 220.000 vehículos que forman parte de este rubro. Esta tasa va a empeorar la situación del

sector del transporte pesado, porque al reducirse las importaciones también cae la demanda del servicio de transporte. El mercado se ha reducido en un 50% por la contracción de la economía.

La eliminación de cupos de importación, vigentes hasta el año pasado; el desmontaje de las salvaguardias en mayo; la reducción de dos puntos del IVA y la entrada en vigencia desde noviembre del año pasado del acuerdo comercial con la Unión Europea fueron factores que incidieron para que los precios de los vehículos bajen en 3 y 7%.

El sector automotriz anunció la meta de ventas del 2018. En rueda de prensa efectuada el martes, 16 de enero del 2018, la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE) informó que buscará colocar 108.000 unidades durante este año. La cifra es ligeramente superior a la registrada hasta el 31 de diciembre del 2017 que fue de 105.000 vehículos³¹.

Posición Competitiva de la Empresa

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., focaliza la comercialización de vehículos, repuestos y accesorios de marca Chevrolet en la zona centro del país, específicamente en las ciudades de Ambato, Riobamba y Latacunga, por tal motivo la compañía enmarca como competidores a los ofertantes de vehículos en dichos territorios.

En la zona centro del país únicamente existen concesionarios Chevrolet, siendo AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. líder de mercado, donde las ventas mantienen una proporción de 4 a 1 frente a su principal competidor que es Centralcar S.A.

Por marca de vehículos, la participación de mercado de Chevrolet a diciembre de 2017 es del 39,1% en vehículos livianos, le sigue Kia con el 17,3% y Hyundai con el 8,98%, entre los de mayor representación.

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen:

CUADRO 17: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Administración con conocimientos y experiencia en el negocio.	Crecimiento en otras áreas geográficas.
Ampliación de metodologías de control de calidad, control de costos y satisfacción del cliente.	Combinación de precios, que se han colocado en el rango menos afectado por variaciones arancelarias
SopORTE técnico y financiero de General Motors.	
Buen Gobierno Corporativo.	
Cultura de mejora continua e innovación permanente.	
DEBILIDADES	AMENAZAS
Falta de políticas establecidas para la transferencia de flujos hacia relacionadas.	Ventas dependientes de la oferta a crédito en el mercado, que a su vez es sensible a la estabilidad económica y política.
	Entorno macroeconómico variable.

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Existen riesgos que pueden afectar al flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, ambientales, fallas humanas, etc.

Uno de los riesgos a los que se expone AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. de acuerdo a las actividades que desempeña, se encuentra asociado a la posibilidad de que el Gobierno Ecuatoriano profundice en mayores

³¹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/automotor-modelos-unioneeuropea-ventas-economia.html>

regulaciones y restricciones al sector automotriz, específicamente en lo referente a la importación de vehículos, cambios de licencias a cupos, así como impuestos al CKD.

En cuanto al riesgo de una posible desaparición de su proveedor, esto es muy poco probable debido a los años de operaciones que tiene General Motors en el país, además de tener un gran respaldo internacional de la marca Chevrolet. Cabe indicar que la compañía no depende únicamente de este proveedor, ya que también comercializa vehículos semi nuevos.

De igual manera y para asegurar aún más, que ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, afecten la operación de la compañía, AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. ha suscrito varias pólizas de seguro en distintas ramas. Las pólizas mantienen una vigencia hasta el 31 de diciembre de 2018.

Con respecto a la seguridad de la información relevante para la compañía, la misma posee un plan de contingencia informático en materia de riesgos de tecnología de información, dentro del cual se incluye políticas de seguridad, análisis de la situación, análisis de sensibilidad de la información manejada, identificación de riesgos y controles, entre otros.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.**, se realizó sobre la base de los estados de situación financiera auditados del año 2014, 2015, 2016 y 2017 con sus respectivas notas a los estados financieros, y sobre los estados de situación financiera y resultados internos no auditados al 31 de marzo de 2017 y al 31 de marzo de 2018 (sin notas a los estados financieros).

Análisis de los Resultados de la Empresa

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. evidencia que sus ingresos operativos han tenido una tendencia decreciente durante el periodo 2014– 2016, puesto que los mismos pasaron de USD 97,06 millones a USD 49,21 millones, lo que obedece a varios factores que en su momento impactaron directamente sobre la industria automotriz del país, como fueron la aplicación de nuevas medidas arancelarias y los cupos y cuotas de importación, adicionalmente, se puede mencionar la contracción económica que vivió el país, lo que ocasionó que la demanda de vehículos baje de manera considerable en los años mencionados. Al contrario para el cierre del año 2017 se pudo apreciar una recuperación del sector y las ventas de Automotores de la Sierra S.A. posicionándose en USD 67,13 millones.

Para marzo de 2018 los ingresos se incrementan en un 16,89% frente a lo alcanzado en su similar periodo del año 2017, gracias al posicionamiento de la marca Chevrolet y el desmontaje de las salvaguardas. Entre las líneas de negocio sobresalen las ventas de vehículos nuevos, seguido de repuestos y finalmente los talleres.

En cuanto a los costos de ventas de la compañía, se observa que estos no variaron de manera significativa, puesto que su representación sobre los ingresos promedió el 90,94% de los ingresos entre el (2014 – 2017), siendo su principal rubro el correspondiente a la compra de vehículos para su posterior comercialización. Estos resultados generaron un margen bruto promedio de 9,06% de los ingresos en el periodo mencionado.

Para los periodos interanuales los costos de ventas tuvieron un ligero aumento en cuanto a su participación, representando el 90,10% de los ingresos en marzo 2018 frente al 87,66% que se obtuvo en marzo 2017, lo que en consecuencia arrojó una utilidad bruta con un caída en su participación sobre el total de los ingresos operativos, llegando a significar el 9,90% de los ingresos totales en marzo de 2018, (12,34% en marzo de 2017).

En referencia a los gastos operativos (gastos de venta, administración y participación a trabajadores), registraron una participación sobre los ingresos creciente, al pasar de 8,15% en el 2014 a 9,57% en el 2016, lo que conllevó a que el margen operacional se vea deteriorado hasta registrar una pérdida a diciembre 2016 (-0,82% de los ingresos). Sin embargo para diciembre de 2017 debido al aumento de las ventas, estos decrecieron en su participación sobre los ingresos, al posicionarse en 8,61%. No obstante, esto no fue

suficiente para que la compañía se recupere, pues al cierre de 2017, aún arrojó una pérdida operativa que representó un -0,35% de los ingresos.

En lo que respecta al análisis interanual, los gastos operativos representaron el 7,82% a finales de marzo del 2018, mientras que en el mismo periodo del año anterior fueron de 8,02%. No obstante este efecto no fue suficiente para generar una mejor utilidad operacional, resultando en un valor de USD 0,33 millones para marzo del 2018 (2,08% de las ventas totales), pues a marzo del 2017 fue de USD 0,58 millones y representó el 4,32% de los ingresos totales.

GRAFICO 11: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros de la compañía en términos generales tuvieron ligeras fluctuaciones sobre los ingresos, pasando de 0,99% en el 2014 a 0,82% en el 2017, situación que se debe a las fluctuaciones de los ingresos como de la deuda con costo. Para marzo del 2018 estos significaron el 1,02% de los ingresos, participación superior a la registrada en marzo de 2017 cuando fue de 0,50% de los ingresos.

Con respecto a los otros ingresos, su participación fue creciente, al pasar de 3,48% en el 2014 a 5,54% en el 2017 (3,60% en marzo de 2018). Éstos corresponden a rubros de intereses por el financiamiento directo en la venta de vehículos a clientes e intereses de inversiones, dividendos, utilidad en venta de propiedad planta y equipo y otros. También se registran otros egresos, sin embargo su participación sobre los ingresos no es representativa.

Luego de deducir el impuesto a la renta y los rubros mencionados anteriormente, la utilidad neta pasó de significar el 2,53% de los ingresos en 2014 a un 3,01% en el 2015, evidenciando cierta mejoría provenientes de ingresos ganados por financiamiento directo, no obstante, para diciembre de 2016 la utilidad de la compañía decae drásticamente, hasta significar apenas el 0,84% de los ingresos, debido a la pérdida operativa generada en ese mismo periodo. A finales del año 2017 la utilidad registró un valor de USD 2,00 millones que a su vez demostró una mejoría en la participación sobre el total de las ventas al representar el 2,97% de las mismas.

Para marzo de 2018 la utilidad antes de impuestos totalizó USD 0,71 millones (4,50% de los ingresos), deteriorándose frente a lo arrojado en marzo de 2017 (USD 0,83 millones que representó el 6,19% de los ingresos) ya que el aumento en los ingresos operacionales fue de menor magnitud frente al aumento de los costos y gastos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. presenta indicadores de rentabilidad con una ligera tendencia decreciente debido a la reducción monetaria presentada en su utilidad durante los periodos 2014-2016. No obstante, para el periodo 2017, éstos se recuperan gracias al registro de mayores ventas y consecuentemente una mayor utilidad que el año previo. En cuanto a los periodos interanuales se nota un ligero deterioro de los indicadores.

CUADRO 18, GRÁFICO 12: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2014	2015	2016	2017
ROA	5,85%	5,86%	1,16%	3,93%
ROE	10,18%	9,21%	1,60%	7,58%

Ítem	mar-17	mar-18
ROA	2,27%	1,45%
ROE	3,30%	2,75%



Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

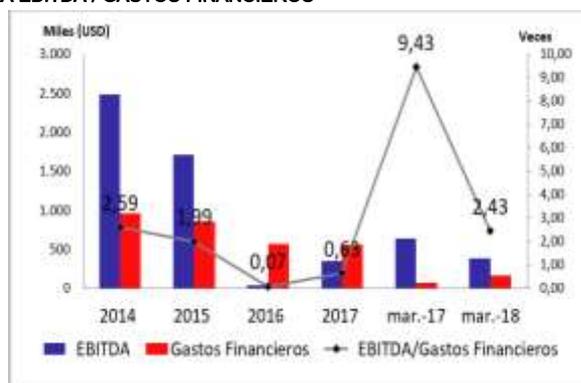
En lo que respecta al EBITDA (acumulado), se observa un deterioro del mismo, puesto que luego de haber representado el 2,56% de los ingresos en el 2014 pasó a un insignificante 0,08% de los ingresos en 2016, lo que obedece a una menor generación de recursos propios derivados de un detrimento de su actividad comercial. Para diciembre del 2017 el EBITDA (acumulado) tuvo una ligera recuperación en su participación frente al total de ingresos representando el 0,51% de los mismos.

Al 31 de marzo 2018 el EBITDA (acumulado) se deteriora (2,47% de los ingresos) frente a lo arrojado en su similar periodo de 2017 (4,73% de los ingresos) comportamiento ligado a su margen operacional, lo que generó a su vez una mejor cobertura sobre sus gastos financieros.

CUADRO 19, GRÁFICO 13: COBERTURA EBITDA / GASTOS FINANCIEROS

Ítem	2014	2015	2016	2017
EBITDA (Miles USD)	2.487	1.711	40	345
Gastos Financieros (Miles USD)	962	858	564	550
Cobertura EBITDA/Gastos Financieros (veces)	2,59	1,99	0,07	0,63

Ítem	mar-17	mar-18
EBITDA (Miles USD)	636	388
Gastos Financieros (Miles USD)	67	160
Cobertura EBITDA/Gastos Financieros (veces)	9,43	2,43



Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos totales de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. muestran una tendencia decreciente entre el 2014 y el 2016 pasando de USD 41,99 millones en 2014 a USD 35,46 millones en 2016, debido a una reducción en sus cuentas por cobrar comerciales, inventarios y cuentas por cobrar a relacionadas. A diciembre de 2017 el total de activos creció a USD 50,75 millones, lo que tiene relación con una mayor actividad comercial de la compañía, producto de la recuperación de las tres cuentas más representativas del activo, cuentas por cobrar comerciales, efectivo y equivalentes e inventarios.

Para marzo del 2018 los activos de la compañía totalizaron USD 48,71 millones decreciendo ligeramente frente al valor de diciembre de 2017, la principal razón es la caída de la cuenta de efectivo y sus equivalentes.

En cuanto a la conformación de los activos, se observa que históricamente los de mayor aporte fueron los de tipo corriente, mismos que estuvieron conformados principalmente por cuentas por cobrar comerciales con

una participación promedio de 29,85% en el periodo 2014-2017 (24,44% a marzo del 2018), que corresponden a saldos de ventas de vehículos financiados directamente por la compañía, con plazos de hasta 3 años para vehículos livianos y hasta 4 años para los vehículos pesados, ventas de repuestos y servicios con una antigüedad menor a 60 días y contienen saldos pendientes de cobro cuya antigüedad es menor a 30 días a instituciones financieras. La segunda cuenta más relevante es efectivo y sus equivalentes con una participación promedio del 16,76% sobre el total de activos (19,38% a marzo de 2018), le sigue en importancia inventarios con el 16,76% en promedio (18,28% a marzo de 2018) donde resaltan los rubros de vehículos, repuestos, accesorios y otros.

Los activos no corrientes mostraron una participación inferior sobre el total del activos, donde la cuenta de mayor representación promedio en el periodo 2014-2017 fue la propiedad planta y equipo con el 19,21% (16,46% a marzo de 2018) y las cuentas por cobrar comerciales con el 8,26% en promedio (12,87% a marzo de 2018).

Cabe indicar que durante el 2014 la compañía registró saldos pendientes de cobro de cartera vendida con recurso, tanto en el corto como en el largo plazo, lo que significa que la compañía mantenía la responsabilidad de la deuda en caso de que uno o más documentos vendidos no hayan podido ser recuperados. Para la finalización del año 2015 ya no se registró ventas de cartera.

Pasivos

Los pasivos totales de AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., al igual que sus activos, tienen un comportamiento decreciente en el periodo 2014-2016, puesto que pasaron de USD 17,86 millones (42,53% de los activos) en el 2014 a USD 9,73 millones (27,45% de los activos) en el 2016, reducción que obedece a la amortización de sus obligaciones con costo. Contrariamente para diciembre de 2017, la compañía registró un incremento de sus pasivos al totalizar USD 24,42 millones (48,12% de los activos), este incremento encuentra su razón en el crecimiento de la deuda financiera principalmente de corto plazo.

Para marzo de 2018, el crecimiento monetario de los pasivos totales se reversa ligeramente al sumar USD 23,00 millones (47,21% de los activos), producto de la amortización de las deudas con costo adquiridas.

Los pasivos corrientes tuvieron mayor relevancia en el financiamiento de los activos (30,13% de los activos en promedio desde 2014 hasta el 2017 y 30,52% a marzo de 2018), dentro de los cuales, las cuentas más importantes fueron los préstamos con entidades financieras con el 18,63% de los activos en promedio durante el 2014-2017 (14,39% a marzo de 2018) y otras cuentas por pagar con el 4,09% de participación sobre los activos en promedio durante el periodo mencionado (5,06% a marzo de 2018) en donde se contabilizan principalmente anticipos a clientes.

Los pasivos no corrientes financiaron una porción menor de los activos, (8,50% en promedio en el periodo 2014-2017 y 16,69% a marzo del 2018), en donde sus cuentas más relevantes fueron préstamos con entidades financieras (3,00% de participación promedio durante el periodo 2014-2017 y 6,47% a finales de marzo 2018), seguido de mercado de valores con el 2,80% de participación sobre los activos en el periodo mencionado y 7,64% a marzo del 2018 y finalmente otros pasivos no corrientes (beneficios a empleados e impuestos) con el 2,63% en promedio durante el periodo 2014-2017 y 2,58% a marzo de 2018.

La deuda financiera varió su financiamiento sobre los activos de 26,70% en el 2014 a 19,70% en el 2016; producto de la normal amortización de sus obligaciones. Para diciembre de 2017, aumentó en su participación, alcanzando un 40,16% de financiamiento de los activos (36,28% a marzo de 2018), como efecto de las nuevas emisiones en mercado de valores y de la adquisición de mayores préstamos bancarios. Las principales fuentes de financiamiento de la compañía provienen de préstamos con entidades financieras y de recursos obtenidos a través del mercado de valores.

Patrimonio

El patrimonio de la compañía financió un porcentaje importante de los activos (61,37% en promedio durante el periodo 2014-2017 y 52,79% a marzo del 2018), mismo que estuvo determinado en sus reservas y su capital social.

Al 31 de marzo de 2018 el patrimonio se encontró conformado por capital social, que financió el 22,58% de los activos con un valor de USD 11,00 millones, el mismo que no presentó variación durante todos los periodos analizados (26,58% en promedio durante el periodo 2014-2017). La segunda cuenta relevante fue la de las reservas con el 19,61% (20,80% en promedio durante el periodo 2014-2017), las cuales se han ido fortaleciendo gracias a la transferencia de recursos de la cuenta de resultados acumulados.

Flexibilidad Financiera

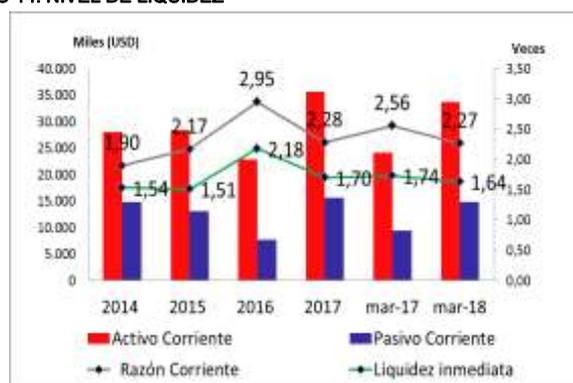
AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. muestra indicadores de liquidez (Razón Circulante) positivos y superiores a la unidad durante el periodo analizado, demostrando que la compañía posee suficientes activos de corto plazo para hacer frente a sus pasivos del mismo tipo.

Lo anterior demuestra que la compañía dispone de capital de trabajo positivo para su operatividad, el mismo que a diciembre de 2017 cerró con un valor de USD 20,06 millones (39,52% de los activos), mientras que para marzo de 2018 este fue de USD 18,84 millones (38,67% de los activos).

CUADRO 20, GRÁFICO 14: NIVEL DE LIQUEDEZ

Ítem	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente (Miles USD)	28.111	28.462	22.858	35.686
Pasivo Corriente (Miles USD)	14.785	13.111	7.740	15.631
Razón Circulante (veces)	1,90	2,17	2,95	2,28
Liquidez Inmediata (veces)	1,54	1,51	2,18	1,70

Ítem	mar-17	mar-18
Activo Corriente (Miles USD)	24.125	33.700
Pasivo Corriente (Miles USD)	9.429	14.865
Razón Circulante (veces)	2,56	2,27
Liquidez Inmediata (veces)	1,74	1,64

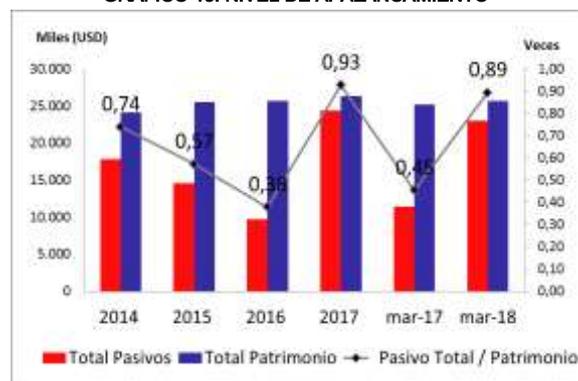


Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

La relación de apalancamiento (pasivo total/patrimonio) evidencia que la compañía a partir del 2014 se ha financiado principalmente con recursos propios, registrando un indicador inferior a la unidad.

GRÁFICO 15: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación Deuda Financiera / EBITDA (anualizado) presenta un comportamiento creciente debido al deterioro presentado en su flujo, es así que pasó de 4,51 en el año 2014 a 59,02 años para el 2017, lo que demuestra que las obligaciones con costo serían canceladas en ese lapso de tiempo (181,85 años a marzo de 2018).

La relación de pasivos totales / EBITDA (anualizado), determinó que sus pasivos podrían ser cancelados en un periodo de 70,71 años en diciembre de 2017 y 236,62 años al 31 de marzo de 2018, lo que pone en consideración que la compañía debería mejorar su flujo con el objetivo de reducir los plazos mencionados.

Contingentes

Según lo reportado por la administración de la compañía, AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A., no es garante, ni fiador de ningún tercero o compañía relacionada.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil³²

Durante marzo 2018, el Mercado de Valores autorizó 11 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 3 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 8 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 87,80 millones, valor que representó 52,01% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, emisiones de Papel Comercial representaron el 41,47% y las acciones el 2,97% del total aprobado hasta el 31 de marzo de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores totalizaron USD 168,81 millones a marzo de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 51,83%, comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 22,69% y transporte y almacenamiento con el 12,44%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Ing. Andrea Salazar
Analista

³² <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)

Cuenta	2014	2015	2016	mar-17	2017	mar-18
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.020	5.335	6.332	5.850	12.146	9.438
Cuentas por cobrar comerciales	15.370	12.531	9.908	10.368	11.981	11.904
Venta de cartera	1.755	-	-	-	-	-
Provisión por deterioro	(778)	(987)	(922)	(892)	(870)	(867)
Otros activos corrientes	6.744	11.583	7.540	8.799	12.429	13.226
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	28.111	28.462	22.858	24.125	35.686	33.700
Propiedad, planta y equipo neto	7.880	7.818	8.078	8.048	8.026	8.019
Venta de cartera	847	-	-	-	-	-
Otros activos	5.149	3.847	4.520	4.528	7.036	6.990
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	13.876	11.665	12.598	12.576	15.063	15.009
TOTAL ACTIVOS	41.987	40.127	35.456	36.701	50.748	48.709
PASIVOS						
Préstamos	7.285	9.544	5.679	5.560	8.815	7.009
Mercado de Valores	2.021	892	380	288	4.000	3.789
Cuentas por pagar proveedores	424	133	110	788	592	437
Otros pasivos corrientes	5.056	2.541	1.571	2.793	2.225	3.630
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	14.785	13.111	7.740	9.429	15.631	14.865
Préstamos	691	97	926	943	3.805	3.154
Mercado de Valores	1.214	363	0	0	3.762	3.720
Otros pasivos no corrientes	1.168	1.038	1.068	1.095	1.222	1.256
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	3.072	1.498	1.994	2.038	8.789	8.130
Deuda Financiera	11.210	10.896	6.985	6.791	20.382	17.672
Deuda Financiera C/P	9.306	10.437	6.059	5.848	12.815	10.798
Deuda Financiera L/P	1.905	460	926	943	7.567	6.874
TOTAL PASIVOS	17.858	14.608	9.734	11.467	24.421	22.995
PATRIMONIO						
Capital Social	11.000	11.000	11.000	11.000	11.000	11.000
Reservas	7.125	8.482	9.783	8.875	8.875	9.552
Resultados por adopción NIIF	3.518	3.518	3.518	3.518	3.518	3.518
Resultados acumulados y del ejercicio	2.486	2.519	1.421	1.841	2.934	1.644
TOTAL PATRIMONIO	24.129	25.519	25.722	25.234	26.328	25.714

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)

Cuenta	2014	2015	2017	mar-17	2019	mar-18
Ingresos operativos	97.060	78.168	49.213	13.436	67.125	15.706
Costo de ventas	87.863	70.529	44.907	11.779	61.582	14.152
MARGEN BRUTO	9.197	7.639	4.306	1.658	5.543	1.554
Total Gastos Operacionales	7.911	6.992	4.709	1.077	5.778	1.228
UTILIDAD OPERACIONAL	1.286	647	(402)	581	(235)	327
Gastos Financieros	962	858	564	67	550	160
Otros ingresos	3.378	3.680	2.560	437	3.718	565
Otros egresos	479	350	564	119	367	26
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	3.223	3.120	1.030	832	2.565	707
Impuesto a la renta	766	769	618	0	569	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	2.457	2.351	412	832	1.997	707

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2014	2015	2016	mar-17	2017	mar-18
Gastos Operacionales / Ingresos	8,15%	8,95%	9,57%	8,02%	8,61%	7,82%
Utilidad Operacional / Ingresos	1,32%	0,83%	-0,82%	4,32%	-0,35%	2,08%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,53%	3,01%	0,84%	6,19%	2,97%	4,50%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	52,33%	27,51%	-97,64%	69,80%	-11,77%	46,22%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	117,99%	141,65%	484,34%	38,31%	167,82%	76,37%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	39,16%	36,48%	136,78%	8,11%	27,56%	22,59%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	10,18%	9,21%	1,60%	3,30%	7,58%	2,75%
Rentabilidad sobre Activos	5,85%	5,86%	1,16%	2,27%	3,93%	1,45%
Liquidez						
Razón Corriente	1,90	2,17	2,95	2,56	2,28	2,27
Liquidez Inmediata	1,54	1,51	2,18	1,74	1,70	1,64
Capital de Trabajo	13.325	15.351	15.118	14.697	20.055	18.835
Capital de Trabajo / Activos Totales	31,74%	38,26%	42,64%	40,04%	39,52%	38,67%
Cobertura						
EBITDA	2.487	1.711	40	636	345	388
EBITDA anualizado	2.487	1.711	40	159	345	97
Ingresos	97.060	78.168	49.213	13.436	67.125	15.706
Gastos Financieros	962	858	564	67	550	160
EBITDA / Ingresos	2,56%	2,19%	0,08%	4,73%	0,51%	2,47%
EBITDA/Gastos Financieros	2,59	1,99	0,07	9,43	0,63	2,43
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,11	0,06	-0,06	0,09	-0,01	0,02
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	11,06	5,47	0,24	-41,93	2,09	5,92
Gastos de Capital / Depreciación	0,36	0,60	0,63	-0,07	1,29	0,27
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	0,74	0,57	0,38	0,45	0,93	0,89
Activo Total / Capital Social	3,82	3,65	3,22	3,34	4,61	4,43
Pasivo Total / Capital Social	1,62	1,33	0,88	1,04	2,22	2,09
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	4,51	6,37	175,61	42,70	59,02	181,85
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	7,18	8,54	244,73	72,10	70,71	236,62
Deuda Financiera / Pasivo	62,78%	74,59%	71,76%	59,22%	83,46%	76,85%
Deuda Financiera / Patrimonio	46,46%	42,70%	27,15%	26,91%	77,41%	68,72%
Pasivo Total / Activo Total	42,53%	36,40%	27,45%	31,24%	48,12%	47,21%
Capital Social / Activo Total	26,20%	27,41%	31,02%	29,97%	21,68%	22,58%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	57,47%	63,60%	72,55%	68,76%	51,88%	52,79%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	75	61	93	87	95	99
Duración de Existencias (días)	22	44	45	55	51	57
Plazo de Proveedores (días)	2	1	1	6	4	3

Fuente: AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. / Elaboración: Class Internatong