

Ecuador
Obligaciones Generales

Automotores de la Sierra S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	Mar-09
Papel Comercial	AA	Mar-09

Descripción de la Emisión de Obligaciones Propuesta:

Concepto	Clase A			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Monto (USD)	750.000	500.000	200.000	50.000
Plazo (días)	720	720	720	720
Tasa Reajuste	Pasiva Referencial + 3%	Pasiva Referencial + 3%	Pasiva Referencial + 3%	Pasiva Referencial + 3%
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Base Cálculo Intereses	30/360	30/360	30/360	30/360
Garantía	General	General	General	General

Cronograma de Pagos (% Amortiz. Capital)				
Días	Clase A			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
180	20%	20%	20%	20%
360	20%	20%	20%	20%
540	30%	30%	30%	30%
720	30%	30%	30%	30%
Total	100%	100%	100%	100%

Descripción de la Emisión de Papel Comercial Propuesta:

Concepto	Clase A: USD 600.000			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Monto (USD)	300.000	140.000	120.000	40.000
Plazo del programa (días)	720	720	720	720
Tasa Reajuste	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	359 días	359 días	359 días	359 días
Base Cálculo Intereses	30/360	30/360	30/360	30/360
Garantía	General	General	General	General

Concepto	Clase B: USD 900.000			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Monto (USD)	400.000	300.000	140.000	60.000
Plazo del programa (días)	720	720	720	720
Tasa Reajuste	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	359 días	359 días	359 días	359 días
Base Cálculo Intereses	30/360	30/360	30/360	30/360
Garantía	General	General	General	General

Perfil

Automotores de la Sierra S.A. es una empresa ecuatoriana autorizada por General Motors desde 1982 para trabajar como único concesionario de la marca Chevrolet en la zona Centro del Ecuador, la cual comprende las provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo. Actualmente posee ocho puntos de venta en Ambato, Riobamba y Latacunga y cuenta dentro de su zona con una participación de mercado de 39%, siendo el concesionario número uno en el Ecuador, medido por su nivel de ventas anuales.

Contactos

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

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

FECHA COMITE: Marzo/17/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Enero de 2009

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



■ RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de calificación de BWR, otorgó al papel comercial y a la emisión de obligaciones propuestos la calificación de AA (doble AA), que de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, corresponde a **los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.**

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

La decisión del comité se fundamenta en la gestión operativa positiva de la empresa, la misma que a pesar de las circunstancias adversas y una reducción de los ingresos por ventas se espera que se mantenga rentable y suficiente para sostener el negocio en marcha.

La calificación reconoce la posición de ASSA como líder en su mercado objetivo y la experiencia de la administración en el mismo.

La propia generación operativa de la empresa, le ha permitido cubrir sus requerimientos de capital de trabajo, que históricamente se ha apoyado en el crédito de proveedores y en el fondeo de su cartera a través de terceros. Dadas las actuales circunstancias y la contracción de la liquidez en el sistema, dichas fuentes de financiamiento se han vuelto inciertas por lo que la sustitución de estos pasivos con las emisiones propuestas representa un fondeo más estable. Adicionalmente la empresa incrementará su colchón de liquidez para enfrentar eventos que podrían presentarse y aprovechar de las oportunidades que le ofrezca el mercado. Si bien los indicadores de liquidez a la fecha de análisis se ven presionados, consideramos que la empresa tiene capacidad de honrar sus obligaciones en tiempo y forma bajo las circunstancias predecibles.

Consideramos una fortaleza de la empresa sus niveles adecuados de endeudamiento; por un lado, no genera una carga importante de gasto financiero y por otro lado proporciona holgura patrimonial para cubrir los riesgos que pudieran presentarse en los activos.

El riesgo de ASSA es consistente con el riesgo del sector automotor, en torno a las ventas por el lado de la oferta de vehículos y de la oferta de financiamiento, y a la capacidad de mantener la calidad de la cartera a pesar de las circunstancias del entorno macroeconómico.

Consideramos que las fortalezas de la empresa le permitirán asumir los retos y enfrentar los riesgos adecuadamente.

La calificación otorgada incorpora los resguardos adicionales a los de ley establecidos para los valores en circulación y propuestos.

ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Administración con conocimiento y experiencia
- Aplicación de metodologías de control de calidad, control de costos y satisfacción del cliente.
- Respaldo al Concesionario en el manejo de su inventario.
- Soporte técnico y financiero de General Motors
- Buen Gobierno Corporativo

OPORTUNIDADES

- Posible crecimiento en otras áreas geográficas.
- Un mix de precios, que se coloca en el rango menos afectado por la nueva escala arancelaria.

DEBILIDADES

- Concentración geográfica.
- Falta de políticas establecidas para distribución de dividendos.
- Tendencia creciente de la cartera morosa

AMENAZAS

- Competencia agresiva de otras marcas en el sector
- Dependencia de las ventas en la oferta de crédito en el mercado, que a su vez es sensible a la estabilidad económica y política.
- Ajuste de políticas de crédito por parte de Instituciones Financieras reduce las alternativas de financiamiento para sus clientes.
- Arancel escalonado para automotores, en función del precio.
- Ingreso de nuevas marcas asiáticas al mercado.
- Establecimiento de cupos de importaciones.
- Entorno macroeconómico incierto.

■ DESCRIPCION DEL EMISOR

Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) se crea en Ambato en el año 1960. Sus socios fundadores fueron los señores Rodrigo Vela Barona, Temístocles Sevilla Sánchez y Mario, Ramiro y Manuel Cabeza de Vaca. En sus 47 años de actividad, la compañía ha contado apenas con cuatro Presidentes y tres Gerentes Generales, lo que le ha dado continuidad ejecutiva y ejecutora de sus mandos. El señor Patricio Sevilla Cobo, quien manejó la empresa durante 40 años, se hace cargo de la presidencia de la Compañía en el 2004, fecha en la cual asume la Gerencia General el Ing. José Sevilla Gortaire.

ASSA manejó inicialmente la marca Volkswagen en la zona. En 1982 fue autorizada por General Motors para ser Concesionaria de su marca Chevrolet para la zona central del País (provincias de Tungurahua, Cotopaxi y

Chimborazo), negocio principal de la empresa en la actualidad.

Además de la venta de vehículos nuevos, la Empresa cuenta con talleres de servicio técnico, venta de repuestos y comercialización de autos usados, los cuáles complementan su actividad principal.

■ ESTRUCTURA

EMPRESAS SUBSIDIARIAS E INVERSIONES EN ACCIONES

A enero de 2009, ASSA mantiene inversiones en las siguientes empresas:

Empresa	Actividad	V.Libros (USD Miles)
Llantas y Servicios de la Sierra S.A.*	Comercialización neumáticos	473
Erco	Fabricación neumáticos	141
Ecuatrán	Elaboración transformadores eléctricos	31
Otros	Diversas	48
Total		694

* ASSA mantiene el 50% de participación en esta empresa y el valor nominal de la inversión asciende a USD 300M.

ASSA realiza la contabilización y los correspondientes ajustes del valor de las acciones que posee de acuerdo al método del Valor Patrimonial Proporcional.

Es importante anotar que las principales inversiones están relacionadas con el mercado automotor y son rentables. Adicionalmente, se debe indicar que la empresa mantiene un préstamo otorgado a Llantas y Servicios de la Sierra por USD 100M.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

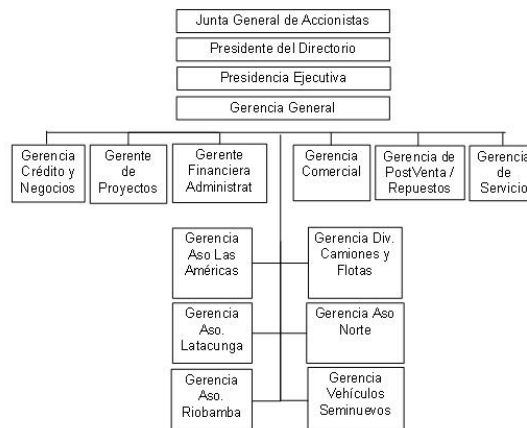
La estructura accionarial de ASSA refleja su origen familiar. Existen 34 socios accionistas, los cuales se pueden clasificar de la siguiente forma:

Accionistas	Participación
Familia Sevilla	60.8%
Familia Cabeza de Vaca	26.5%
Otros accionistas con participación menor al 5%	12.7%

Los accionistas tienen otros negocios en Ambato, entre los que figuran una inmobiliaria, locales de venta de vehículos de distintas marcas y el almacén de comercialización de neumáticos descrito anteriormente (Llantas y Servicios de la Sierra S.A). En este último negocio ASSA participa también como dueño del 50% de las acciones como se detalla en el cuadro anterior

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

**AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.
ORGANIGRAMA ESTRUCTURAL GENERAL**



El Directorio participa activamente en las decisiones del negocio y está formado por la Presidencia Ejecutiva, la Gerencia General y otros socios de la Empresa. El señor Patricio Sevilla, ejecutivo con amplia experiencia en este negocio y accionista de ASSA, ocupa la Presidencia Ejecutiva. Por su parte, el Ing. José Luis Sevilla tiene las funciones de Gerente General desde hace cuatro años, tiempo en el que se observa una gestión operativa positiva de la Entidad.

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

La planificación de la Administración también contempla planes de sucesión para evitar el efecto negativo de la salida de un funcionario importante.

La Empresa tiene un organigrama bien determinado y dividido por unidades de negocio, de acuerdo al siguiente criterio:

- Vehículos Livianos Nuevos
- Vehículos Pesados Nuevos
- Vehículos Comonuevos –usados-
- Repuestos y Talleres
- Administración
- Unidad de Crédito y Negocios.

Cada unidad de negocios está liderada por un gerente y existen centros de costos para cada oficina que permiten manejar una política estricta de control presupuestario.

ASSA se maneja bajo el concepto de centros autónomos de eficiencia, utilizando contabilidad de costos para cada unidad administrativa y de negocios.

La Institución tiene manuales de procedimientos actualizados periódicamente para los distintos procesos y proyectan en el corto plazo certificarse con las normas ISO 9000.

El presupuesto anual de inversión lo realiza con la asesoría de General Motors en cuanto a las perspectivas de ventas y las características del mercado, para luego definir los parámetros base del presupuesto y realizar las reuniones para discutir las metas del año siguiente.



El Plan de Negocios Anual se realiza para cada unidad de negocios y gira alrededor de cinco grandes categorías: a) Cliente, b) Calidad, c) Respuesta (cumplimiento de objetivos), d) Finanzas, e) Gente. Adicionalmente, existen varios Comités Estratégicos trabajando en cada uno de estos cinco puntos y que ayudan a agilizar las decisiones.

Para la planificación de Recursos Humanos la empresa ha recibido asesoría externa desde hace año y medio, con un enfoque en el desarrollo del personal.

La empresa tiene un Call Center que se encarga de medir la satisfacción del cliente y realizar preguntas tendientes a evaluar a los asesores de venta. Todos los sueldos tienen componentes variables, cuya importancia varía dependiendo de la posición.

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

PROCEDIMIENTOS DE CRÉDITO

ASSA mantiene un proceso de evaluación de crédito automatizado, similar al utilizado por GMAC y adaptado a las exigencias de su mercado. Las aprobaciones de crédito se otorgan en 24 horas (Mercado 48 horas). Cinco personas verifican la central de Riesgos y la información de los Bureos de crédito, y verifican telefónicamente los datos pertinentes.

En el caso de créditos otorgados por instituciones financieras, ASSA recibe la totalidad del dinero entre 5 y 15 días luego de la negociación. El asesor de ventas debe realizar el seguimiento para el cobro en el plazo establecido o de lo contrario no recibe la comisión de venta.

La política de crédito directo establece requisitos para los créditos otorgados de mínimo 35% de entrada, a 36 meses, con seguro contratado por el tiempo del crédito, con seguro de desgravamen, seguro de deducible (si uno se accidenta el deducible es 0), y garante para vehículos pesados. Adicionalmente, se pide dispositivo satelital para vehículos pesados. Los créditos se pagan en cuotas mensuales y con tasa fija, esto último debido a las expectativas de la empresa de una mayor regulación legal de la tasa en el futuro.

La gestión de cobranzas se realiza desde el primer día, tarea que se asigna generalmente a los mismos asesores de cada concesionario, mientras no se inicie una acción judicial. Esta última se realiza generalmente sobre los créditos vencidos más de 90 días.

RIESGO SECTORIAL

Desde el año 2001, el sector automotor ha tenido un desempeño dinámico, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; dicha industria incluye también: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros,

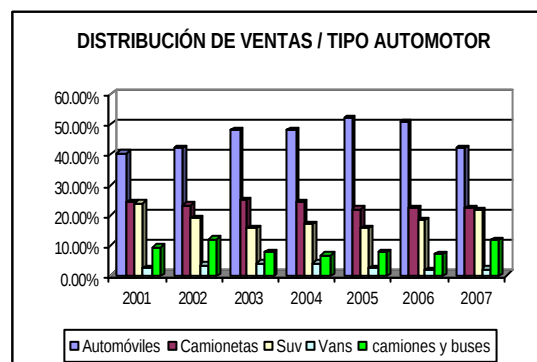
dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz. De manera que tiene un fuerte impacto en la economía, y en los últimos años ha venido liderando el segmento de consumo. La industria automotriz aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal.

Durante el año 2007, la producción nacional (ensamblaje) de automotores creció 14.5% y las importaciones de vehículos decayeron 5.8%. A jun-08, la producción local fue de 25,846¹ unidades, de la cual el 25.59% se destinó a la exportación. El 2008 se convirtió en el nuevo año record en ventas, con un crecimiento anual del 22.7% frente a las 91.778 unidades de 2007².

En Ecuador habría en promedio entre 12 a 13 personas por vehículo, lo cual indica que existe un mercado potencial interesante comparando con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 4:1

De acuerdo a datos preliminares, el año 2008 cerró con ventas de 112.6M unidades. El crecimiento de ventas se habría dado especialmente en los segmentos de precios menores a USD 20M; mientras que en los segmentos más costosos la caída en ventas ha fluctuado entre el 35% y el 50%.

En Ecuador las ventas de vehículos dependen del entorno macroeconómico, el cual incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones. Durante 2007, el 63.64% de la oferta de vehículos fue importada; de acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento de automóviles fue el más importante; pero el de vehículos todo terreno (SUV) el de mayor crecimiento, tendencia que se reversionó a partir del año 2008, debido al impacto de la nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%.



De acuerdo a datos no oficiales, en el segmento de vehículos livianos, durante 2008, el promedio mensual de ventas fue 8.031 unidades (6.781 u. fue el promedio de 2007), alrededor del 18% de incremento; mientras que en los vehículos pesados, el promedio mensual fue de

¹ Diario Hoy, Dinero del jueves 31 de julio de 2008, edición electrónica.

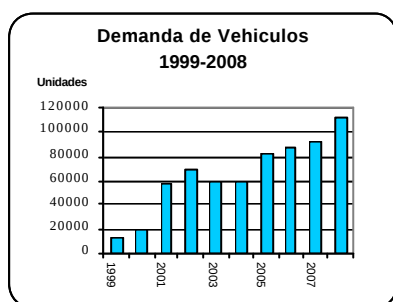
² De acuerdo a datos de la AEADE.



1.033 (antes llegó a alrededor de 950 unidades). Tal como se estimaba en 2008 fue mayor la demanda de vehículos y camionetas de precios inferiores a USD 20M y USD 30M respectivamente, frente a vehículos de mayores precios.

En períodos recientes, el mercado observó incrementos en la participación de vehículos de mayor nivel de precios; sin embargo la nueva normativa tributaria influyó sobre las preferencias del consumidor. De acuerdo a la AEADE, la carga tributaria para este sector llegaría hasta el 87% del valor del vehículo.

Históricamente, alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad.



El mercado automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirán en su principal fuente generadora de ingresos³, especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

General Motors históricamente ha sido el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, cerró el año 2008 con una participación de alrededor del 42% del mercado.

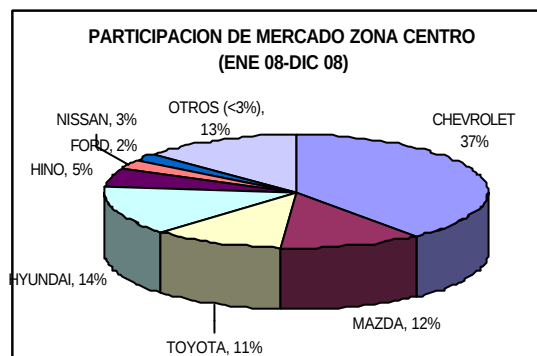
Tomando en cuenta la situación macroeconómica local y las restricciones impuestas por el gobierno a las importaciones de vehículos, se espera una contracción en las ventas del sector automotor. Aunque se estima que la demanda de vehículos se mantenga, las posibilidades de financiamiento se restringen a medida que se contrae la liquidez en el sistema financiero y en otras fuentes tradicionales de financiamiento en consistencia con la economía nacional e incluso internacional. A pesar de lo esperado, durante el primer trimestre del 2009, el mercado automotor se ha comportado de una manera sui generis mostrando ventas superiores a las del primer trimestre del año anterior. Estimamos que este comportamiento sería coyuntural influenciado por el

nerviosismo de los ahorristas en torno al cambio en las políticas monetarias y cambiarias, quienes han preferido proteger sus ahorros comprando activos. Por otro lado, el sistema financiero que durante el último trimestre del 2008, restringió el crédito para la compra de vehículos, está mostrando nuevamente interés en este producto que con una originación selectiva representa un buen negocio. Es importante considerar que el mantener la calidad de la cartera automotriz, sobretudo otorgada en períodos anteriores, bajo parámetros flexibles exigidos por la competencia, será un reto para los participantes en el financiamiento de este mercado.

En todo caso el riesgo de este segmento se sitúa principalmente en torno a las ventas por el lado de la oferta de vehículos y de financiamiento, y a la capacidad de mantener la calidad de la cartera a pesar de las circunstancias del entorno macroeconómico.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Automotores de la Sierra (ASSA) es concesionario de Chevrolet; en 2008 nuevamente el nivel de ventas del sector automotor creció, con la marca Chevrolet a la cabeza del Mercado.



La Empresa tiene exclusividad para la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). Históricamente, las ventas de la Compañía han significado aproximadamente un 9% de las ventas totales de la Marca a nivel nacional. Durante el año 2008, ASSA colocó 4.219 vehículos nuevos (entre automóviles y flotas).

MARCAS	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
GENERAL MOTORS	37,626	44.2%	39,853	44.7%	36,174	40.0%	47,516	42.2%
HYUNDAI	9,458	11.1%	9,573	10.7%	9,951	11.0%	13,167	11.7%
MAZDA	5,345	6.3%	7,503	8.4%	8,918	9.8%	10,416	9.3%
TOYOTA	5,714	6.7%	6,328	7.1%	7,848	8.7%	10,360	9.2%
FORD	2,649	3.1%	3,493	3.9%	3,354	3.9%	2,452	2.2%
HINO		0.0%		0.0%		0.0%	4,681	4.2%
NISSAN	3,066	3.6%	3,041	3.4%	3,426	3.8%	4,543	4.0%
KIA	3,446	4.1%	3,029	3.4%	2,846	3.1%	4,146	3.7%
MITSUBISHI	1,234	1.4%	1,932	2.2%	2,923	3.2%	1,861	1.7%
RENAULT	1,511	1.8%	2,038	2.3%	2,160	2.4%	2,721	2.4%
VW	3,371	4.0%	1,830	2.1%	1,316	1.5%	1,287	1.1%
OTRAS	11,700	13.7%	10,541	11.8%	11,426	12.6%	9,431	8.4%
TOTAL MERCADO	85,121	100.0%	89,169	100.0%	90,544	100.0%	112,596	100.0%

ASSA es el concesionario número uno de la red de ventas de la marca Chevrolet, medido por el número de unidades vendidas en el año. Actualmente cuenta con 171 empleados y 8 puntos de venta ("ASO's") ubicados

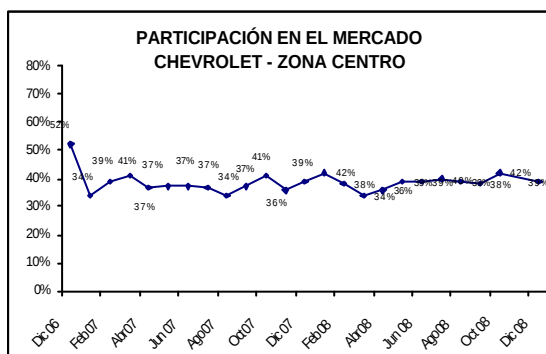
³ <http://www.aeade.net/cifras.htm>

en Ambato (5), Riobamba y Latacunga. Desde enero del 2008, cuenta con un nuevo local en Riobamba; mientras que el antiguo ha sido destinado para la exhibición de vehículos de segunda mano, que la empresa recibe como parte de pago de nuevos automotores.

La Institución realiza diariamente encuestas de satisfacción del cliente, tanto para los procesos de ventas como para talleres.

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

Cabe mencionar que desde el año 2007 en la Zona Centro, la competencia con nuevas marcas ha sido fuerte, pero el nivel de ventas de la empresa se mantuvo acorde al comportamiento del mercado. Durante el 2008, ASSA ha mantenido un mix de precios de USD 21M, incluidos camiones.



FUENTE: ASSA, Basado en información de General Motors

■ GESTION OPERATIVA

La principal línea de negocios de ASSA la constituyen vehículos, seguida por repuestos:

Ingresos por Línea de Negocios	2,007	%	2,008	%	Ene-08	%
Vehículos Nuevos	50,916	90.15%	68,858	91.48%	5,418	91.50%
Vehículos Usados			355	0.47%	25	0.43%
Repuestos	3,927	6.95%	4,248	5.64%	355	5.99%
Talleres	1,634	2.89%	1,809	2.40%	123	2.08%
Total General	56,476	100%	75,270	100%	5,921	100%

Participación en Unidades Vendidas						
Tipo Vehículo	2004	2005	2006	2007	2008	Ene-09
Vehículos Livianos	89.6%	89.8%	88.3%	86.6%	87.6%	87.3%
Vehículos pesados	10.4%	10.2%	11.7%	13.4%	12.4%	12.7%
P.Venta Promedio	15,055	15,032	15,654	16,039	16,039	16,039
Margen bruto	12.4%	12.0%	11.9%	11.0%	11.0%	12.0%

La gestión operativa de ASSA ha sido históricamente consistente y positiva.

La empresa cerró el año 2008 con ventas por USD 74.9MM, que representan un incremento del 32% anual frente a 2007. A ene-09, ASSA tiene ingresos por ventas de USD 5.9MM, lo que en términos anualizados representa una reducción del 5% con respecto al año anterior. Debe decirse sin embargo que enero no es un

mes representativo de las ventas anuales y que en lo que va del año las ventas de ASSA han sido 25% superiores a las del mismo período del 2008. El margen bruto se ha mantenido entre el 11% y el 12% y aunque se espera reducción en las ventas de aproximadamente el 19% a fines de año y del 4% y el 1% adicionalmente para el 2010 y 2011 respectivamente, el margen bruto podría sostenerse.

ASSA estableció su punto de equilibrio de ventas en aproximadamente USD 2.8 millones, lo que equivale a menos de 200 vehículos al año, frente a un promedio anual de venta en los últimos cuatro años de 3358 unidades.

	2005	2006	2007	2008
ASSA	3028	3027	3156	4219
Promedio		3027.50	3070.33	3357.50
% crecimiento		0.0%	4.3%	33.7%

El grueso de los egresos operacionales de ASSA lo constituyen los de comercialización, en concordancia con la naturaleza de su negocio principal. A dic-08 el 13.56% de los egresos operacionales de la empresa corresponden a gastos de administración (13% a dic-07), a ene-09 suben al 15.19%.

ASSA compara sus indicadores de rentabilidad y de eficiencia con los de otros concesionarios de la marca Chevrolet, se mantiene en los primeros lugares. Su política presupuestaria está bien instaurada, de manera que hay políticas de control presupuestario detalladas; existen herramientas de medición y seguimiento a través de indicadores de gestión por parte de cada gerencia.

Mientras que los gastos administrativos se mantienen en niveles de alrededor del 1% de las ventas, en 2008, el componente del gasto de mayor crecimiento fueron los gastos de comercialización, que a dic-08 absorben el 5.9% de los ingresos de ventas, y a enero llegan a tener una participación del 7.25% sobre éstos.

El crecimiento del gasto de comercialización se explica fundamentalmente por nuevos proyectos solicitados por la marca y que se relacionan con temas de publicidad y mercadeo, calidad en ventas, postventa, y mejoramiento continuo; recurrentes a futuro, pero estables

Otros rubros operativos importantes son los gastos de personal (sueldos, beneficios, honorarios de la Administración, y comisiones de venta), gastos administrativos pagados a GMAC, el costo de la preparación de vehículos antes de su venta y depreciaciones.

Las remuneraciones de personal tienen componentes variables importantes, en función de la naturaleza de cada posición.

A dic-08, la empresa tiene un gasto financiero de USD 354M y de USD 46M a ene-09, cifras que proporcionalmente se mantienen por debajo del 1% de los ingresos por ventas y servicios, situación que se explica los niveles de endeudamiento que mantiene ASSA

A dic-08, ASSA tiene un resultado bruto (antes de impuestos y participaciones) de USD 3.598M, originado fundamentalmente en su negocio principal; el que tras cubrir la participación de empleados y el impuesto a la

renta suma USD 2.294M. A enero de 2009, la utilidad neta asciende a USD 252M, que en términos anualizados representa un incremento de más del 30% con respecto al año anterior, sin embargo, las proyecciones muestran una reducción de las utilidades brutas del 9% para fin de año y reducciones adicionales para el 2010 y 2011. Pese a la contracción esperada de las ventas y los resultados, la empresa seguiría siendo rentable con ROA y ROE inferiores a los históricos pero atractivos para los inversionistas y suficientes para sostener el negocio en marcha.

Históricamente, la empresa mantiene indicadores de rentabilidad estables.

ANÁLISIS DUPONT						Índice Dupont
Año	Utilidad / Ventas	Rotación Activo	ROA	Apalancamiento	ROE	
Dic-04	3.9%	2.80	11.1%	1.55	17.2%	16.6%
Dic-05	3.5%	3.18	11.3%	1.66	18.8%	16.6%
Dic-06	4.2%	2.91	12.2%	1.82	22.2%	16.9%
Sep-07	3.2%	2.62	8.3%	1.77	14.7%	9.9%
Dic-07	3.5%	2.73	9.5%	1.81	17.3%	13.6%
Mar-08	4.4%	0.94	4.1%	1.95	8.1%	1.1%
Oct-08	5.1%	3.18	16.4%	1.93	31.6%	12.4%
Dic-08	5.1%	3.18	16.4%	1.93	31.6%	16.1%
Promedio	4.0%	262.4%	10.4%	178.6%	18.5%	

Nota: Cálculos realizados con activo y patrimonio promedio.
Índices a Septiembre 07; Marzo y Octubre 08, y Enero 09 anualizados.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS (USD MILES)	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Ene-09
Total Activo Corriente	10,206	11,028	14,805	15,784	19,307	17,737
Fondos Disponibles	2,927	2,322	3,561	3,300	2,365	2,200
Inversiones temporales					3,482	3,000
C x Cobrar Comerciales	3,712	5,040	6,342	8,237	7,149	6,845
Inventarios Neto	3,186	2,489	4,237	3,200	5,689	5,273
C x cobrar Relacionadas	41	752	111	431	298	207
Otras cuentas por cobrar	340	425	554	616	323	212
Total Activo No Corriente	4,706	5,964	4,949	6,756	7,112	7,135
Propiedades	2,897	2,356	2,309	3,652	3,609	3,587
Inversiones Acciones	463	616	482	592	696	694
C x Cobrar LP Comerc	1,346	2,992	2,158	2,512	2,807	2,853
ACTIVOS TOTALES	14,912	16,992	19,754	22,540	26,419	24,871

PRINCIPALES INDICADORES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Ene-09
Capital de Trabajo (AC - PC)	4,991	4,186	5,827	5,145	7,947	8,181
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.43	1.34	1.41
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.51	0.45	0.49
Rotación Cx Cobrar comerciales (x)	7	6	6	5	7	7
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	16	12	12
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9	11	13
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	10	8	8

(x) = número de veces

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

La necesidad de la empresa de financiar directamente a sus clientes se hace más importante cuando la oferta de crédito en el mercado se reduce. ASSA mantiene su política de mantener un promedio de USD 7 millones dedicados a esta actividad.

En concordancia con la naturaleza del negocio, las cuentas por cobrar y los inventarios son los principales rubros del activo de la empresa. A dic-08 y ene-09

suman el 48.6% y el 48.7%, respectivamente, del activo total. Parte de las cuentas comerciales es el inventario de vehículos usados que se recibe como parte de la cuota de entrada en la venta de vehículos nuevos y cuya venta es intermediada por ASSA (USD 355M a dic-08 y USD 25M a ene-09). Adicionalmente, en otras cuentas por cobrar se registran los saldos por cobrar a instituciones financieras por los créditos otorgados a clientes y que deben ser reembolsados a ASSA (USD 323M a dic-08 y USD 212M a ene-09).

La cartera vencida de la empresa se concentra especialmente en el período de 0 a 30 días, a dic-08 representa el 5.91% del saldo de cartera, pero únicamente el 0.7% tiene una antigüedad mayor a 90 días. Por el sistema de registro de la empresa la cartera de riesgo es igual a la vencida. La morosidad llegó en enero al 9.64%, superior a la observada en períodos anteriores. La cartera tiene provisiones por USD 250M y USD 253M, en diciembre y enero, respectivamente. La cartera morosa tiene una cobertura vía provisiones de 0.39 en dic-08 y de 0.24 en ene-09.

A dic-08, el saldo de la cartera de crédito neta es USD 9.956M y de USD 9.698M a ene-08. Cabe destacar que cuando este saldo llega a niveles elevados para la empresa, se realiza la venta del exceso con distintas instituciones financieras, recuperando así su liquidez. En estas transacciones la empresa continúa realizando las funciones de administración y recuperación de cartera. Si bien históricamente éstas se vendieron "sin recurso", desde el año 2007 se realizan ventas "con responsabilidad", debido a que el sistema financiero tuvo menor disponibilidad a comprar cartera. A dic-08, se ha vendido cartera por USD 5.8MM, 48.43% de la cual, fue con recurso. A ene-09 vendieron cartera por USD 5.4MM, de los cuales USD 2.674M fueron con recurso.

El inventario de la empresa a dic-08 fue de USD 5.7MM (21.5% del activo), y a ene-09 de USD 5.3MM (21.2%). A diciembre la empresa compró inventario para el siguiente semestre, por ello se explica el abultado valor de éste, irá reduciéndose en el tiempo a medida que las ventas se realicen. El control del stock se encuentra centralizado en la Matriz, donde se coordina según el caso, el pedido de los carros nacionales a Omnibus BB y la importación de los automóviles requeridos. Por el tiempo que involucra el proceso, ASSA requiere un plazo de aproximadamente seis meses para adecuar sus inventarios a condiciones cambiantes de mercado.

A la fecha de análisis, el 99.6% del inventario está compuesto por vehículos.

En cuanto a los activos fijos, estos se componen principalmente de los terrenos, edificios y bienes muebles utilizados para realizar su negocio. Dentro de éste rubro, se encuentra un terreno de USD 272M, que está siendo alquilado a una tercera empresa.

A dic-08, ASSA mantiene una cuenta por cobrar a Llantas y servicios de la sierra S.A., compañía relacionada⁴, por USD 100M a Llantas Sierra, una deuda de la Inmobiliaria Punto Sierra (relacionada por

⁴ ASSA tiene participación de 50%.

accionariado) por USD 36.5M y USD 161M a General Motors.

ENDEUDAMIENTO

INDICES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Ene-09
EBITDA / Gasto Financ (x)	25.57	25.66	26.54	20.82	10.94	7.23
EBITDAR / Cargos Fijos*	25.57	4.50	8.51	8.43	7.53	2.90
EBITDA -Inv.Act.F/Gasto Financ(x)	23.33	23.65	25.69	10.56	10.34	7.23
Deuda Financ Total /EBITDAR (x)	0.32	0.25	0.38	0.58	1.06	0.76
Deuda Financ Neta /EBITDAR (x)	-0.91	-0.32	-0.61	-0.41	1.06	0.76
Deuda Financ Total /FFO (x)	0.44	0.39	0.53	0.84	-0.38	-0.23
Flujo Caja Libre/ Deuda Financ Total	-188.73%	-146.51%	66.13%	-39.76%	7.44%	-326.10%
Deuda Financ Total / Capitalización	7.43%	9.41%	11.53%	14.42%	26.34%	24.51%
Deuda Relacionada / Pasivo Total	13.66%	10.65%	8.12%	0.14%	0.08%	0.10%
Deuda Financ Total / Pasivo Total	13.66%	14.12%	14.54%	17.55%	29.80%	31.56%
Pasivo Total / Patrimonio (x)	0.59	0.74	0.90	0.96	1.20	1.03
Pasivo Total /Patrimonio Tangible (x)	0.61	0.77	0.94	1.00	1.23	1.05
Pasivo Total /Patrimonio Efectivo (x)	0.61	0.77	0.94	1.00	1.62	1.34

* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

Históricamente ASSA ha mantenido un bajo nivel de apalancamiento financiero; sin embargo en el año 2008, este se incrementa para mejorar los niveles de liquidez de la empresa, manteniéndose dentro de parámetros todavía saludables.

La relación de pasivo total frente a patrimonio en dic-08 es 1.2 y a ene-09 es 1.03. Esta relación frente al patrimonio tangible, es decir restando activos diferidos, intangibles, préstamos a relacionadas a dic-08 es de 1.23 y 1.05 a ene-09. Estos indicadores muestran que el patrimonio tangible de la empresa no registra diferencias mayores con el patrimonio que muestra el balance. Por otro lado se ha sensibilizado la posición patrimonial de la empresa restando del patrimonio tangible el saldo de la cartera vendida con recurso a la fecha de análisis, para obtener la relación del pasivo sobre el patrimonio efectivo, lo que generó un indicador de 1.62 a dic-08 y de 1.34 a ene-09.

Las principales fuentes de fondeo de la empresa, en orden de importancia son proveedores (GMAC), bancos, cooperativas y mercado de valores.

A dic-08, la deuda financiera (incluido leasing y mercado de valores) suma USD 4.5MM, donde el 53.6% es de largo plazo, a enero se mantiene la misma estructura (58.8%). La deuda de largo plazo corresponde al saldo de la emisión de obligaciones puesta en circulación desde el año 2008.

El pasivo financiero a enero-09 representa el 32% del pasivo total mientras que la deuda con proveedores representa el 37% del pasivo.

Las compras de vehículos a General Motors que realiza ASSA son financiadas en un 100% por GMAC, a través de una línea de crédito de hasta USD 10.2MM sin garantía y sin costo financiero para los primeros 30 días. Esta situación se consideraba una fortaleza para la empresa pues reduce su necesidad de capital de trabajo y le da una fuente de financiamiento natural para afrontar los desfases temporales entre la oferta y demanda local de vehículos. Esta fuente sin embargo ha perdido su estabilidad debido a su dependencia en la capacidad de liquidez del sistema financiero, del mercado de valores y en el apetito de riesgo de los participantes en el financiamiento del mercado automotor.

El destino de las emisiones propuestas sería la sustitución de pasivos, especialmente proveedores, lo cual generaría mayor estabilidad en el fondeo y mejor calce de plazos.

Adicionalmente estas representarían para el emisor fuentes adicionales de liquidez que le permitirán enfrentar circunstancias adversas y aprovechar las oportunidades que presente el mercado.

Según las proyecciones los pasivos se irán reduciendo gradualmente a partir del 2009, por la contracción del negocio y por tanto menores requerimientos de capital de trabajo. Los pasivos financieros que incrementan durante el 2009, se reducirán a partir del 2010 en función de la generación propia de la empresa.

El patrimonio de la empresa ha crecido gradualmente por los resultados luego del reparto de dividendos. No se advierte una política establecida en cuanto a la distribución de resultados a los accionistas pero en el 2008, se repartieron el 90% de las utilidades del año anterior.

Considerando el compromiso de endeudamiento que se establece en la circular de oferta pública del papel comercial propuesto y en la escritura de emisión de la emisión en circulación y de de la propuesta, se esperaría que la empresa mantenga niveles patrimoniales adecuados para no poner en riesgo el pago de sus obligaciones.

En balance, de momento, mantiene contratos de arrendamiento mercantil, que a dic-08 suman USD 185M.

Otro pasivo importante a largo plazo es la provisión para jubilación, determinada con base en cálculos actuariales y que tiene un saldo a dic-08 de USD 650M y de USD 654M a ene-09.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Ene-09
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total*	100%	100%	100%	113%	48%	42%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financ Corto Pl* (x)	3.88	1.29	2.15	1.51	2.81	3.09
FFO/Intereses del periodo (FFO/Interest cover) (x)	19.62	21.05	21.77	16.51	8.78	5.40
FFO/cargos fijos*	19.62	2.99	6.40	6.18	5.77	1.65
CFO/Intereses del periodo (CFO/Interest cover) (x)	-1.59	6.84	21.32	12.36	6.07	-11.00
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.30	2.56	1.90	1.18	1.45	1.54
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.14	1.57	1.47	1.11	1.13	-3.83
EBITDAR/Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	3.15	2.29	2.17	1.52	1.95	3.11
EBITDAR/Deuda Fin CP+gasto financ (x) anual*	2.81	2.13	2.02	1.43	1.67	2.34
EBITDAR/ Porc.Corr LP+gasto Fin (x) Anual*	25.57	4.50	8.51	8.43	2.87	3.37
Flujo Caja Libre / Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	-1.83	-0.77	0.19	-0.23	0.10	-8.91

* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

Históricamente la empresa ha generado EBITDA positivo para cubrir holgadamente tanto los cargos fijos como el impuesto a la renta de la empresa. Inclusive, la generación propia de la empresa ha sido suficiente para cubrir las variaciones de capital de trabajo. Durante el año 2009, sin embargo, la incertidumbre en cuanto al financiamiento por parte de los proveedores genera la necesidad de financiar una parte del capital de trabajo y adicionalmente la distribución de dividendos.

Consideramos que en función de las circunstancias predecibles la empresa tendría la capacidad de honrar sus obligaciones en tiempo y forma.

■ **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS**

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

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

La emisión en circulación y la propuesta representan el 23.3% de los activos libres de gravamen a ene-08, lo que les da una cobertura de 9 veces.

Activos (Enero, 2009)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravámen
Caja-Bancos	5,199.88		5,199.88
Cuentas por cobrar Comerciales	6,845.20		6,845.20
Cuentas por cobrar Otras	206.52		206.52
Inventarios	5,272.81		5,272.81
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	212.10		212.10
Cuentas por cobrar LP	2,853.17		2,853.17
Propiedades y Equipo	3,587.10	1,283.01	2,304.09
Inversiones de Largo Plazo	-		-
Otros Activos	693.86		693.86
TOTAL	24,870.64		23,587.63
MONTO TOTAL POR EMITIR (USD Miles)			
PAPEL COMERCIAL			1,500.00
EMISIÓN DE OBLIGACIONES			1,500.00
MONTO EN CIRCULACIÓN EMISIÓN ANTERIOR*			2,496.00
EMISIONES / ACTIVOS GARANTIA GENERAL			23.3%

* incluida porción corriente

Con respecto a los resguardos de la emisión, además de los de ley, ASSA se compromete a:

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

A enero del año 2009 el indicador de endeudamiento está excedido, sin embargo la escritura de emisión establece un trimestre de plazo para que la empresa retorne a los niveles convenidos:

Resguardos	2004	2005	2006	2007	2008	Ene-09
Pasivo Total/Patrimonio Total (< 1)	0.59	0.74	0.90	0.96	1.20	1.03
Activo Corriente/Pasivo Corriente (> 1.4)	1.95	1.50	1.64	1.44	1.67	1.83
Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo > 1	-0.14	1.57	1.47	1.11	1.13	-3.83

A criterio de la calificadoradora, el papel de dichos resguardos es proporcionarle mayor fortaleza a la emisión, al limitar acciones que puedan deteriorar la calidad crediticia de ASSA.

■ **COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISIÓN**

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

La empresa ha servido dicha emisión en tiempo y forma.

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Ene-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
RESULTADOS								
Ventas	50,775	53,410	56,746	74,915	5,896	60,736	58,307	57,724
% crecimiento	29.0%	5.2%	6.2%	32.0%	-5.6%	-18.9%	-4.0%	-1.0%
MARGEN BRUTO (%)	12%	12%	11%	11%	12%	14%	14%	14%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,336	3,291	3,081	3,872	332	3,407	3,308	3,219
MARGEN EBITDA (%)	6.6%	6.2%	5.4%	5.2%	5.6%	5.6%	5.7%	5.6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,336	3,291	3,081	3,872	332	3,407	3,308	3,219
MARGEN EBITDAR (%)	6.6%	6.2%	5.4%	5.2%	5.6%	5.6%	5.7%	5.6%
Cuota leasing del período	785	298	247	185	104	104	80	80
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	199	128	170	495	28	209	138	180
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,137	3,163	2,911	3,377	304	3,198	3,171	3,039
Gasto Financiero del período	-130	-124	-148	-354	-46	-289	-275	-380
Impuestos a la renta	-600	-592	-638	-765	-84	-693	-689	-628
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	14.7%	10.4%	9.0%	11.4%	13.3%	6.2%	6.9%	25.8%
UTILIDAD NETA	1,799	2,245	1,983	2,294	252	2,081	2,068	1,883
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.8%	22.2%	18.1%	19.5%	24.9%	16.6%	15.8%	14.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.3%	12.2%	9.3%	9.4%	11.8%	8.2%	8.9%	9.0%
FLUJO DE CAJA								
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	1,995	2,373	2,153	2,236	255	2,289	2,206	2,063
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,006	-572	-146	-607	-707	-2,949	1,506	3,136
Inversión en Activos Fijos	989	1,801	2,007	1,629	-452	-659	3,712	5,200
Otras Inversiones, Neto	-262	-105	-1,518	-212	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	515	180	-36	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda Financiera	1,242	1,876	453	1,417	-452	-659	3,712	5,200
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	217	263	644	2,489	-222	719	-2,135	-2,823
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-1,399	-1,619	-900	-1,785	-746	-1,065	-1,873	-1,861
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	60	520	197	2,121	-1,420	-1,005	-296	515
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)								
EBITDA OPERATIVO	3,336	3,291	3,081	3,872	332	3,407	3,308	3,219
(-) Gasto Financiero del período	-130	-124	-148	-354	-46	-289	-275	-380
(-) Impuesto a la renta del período	-600	-592	-638	-765	-84	-693	-689	-628
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2,606	2,575	2,295	2,753	202	2,425	2,344	2,211
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,006	-572	-146	-607	-707	-2,949	1,506	3,136
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,600	2,003	2,149	2,146	-505	-524	3,850	5,348
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	66	78	42	42	42
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-608	-202	-142	-30	0	-177	-180	-190
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,399	-1,619	-900	-1,785	-746	-1,065	-1,873	-1,861
(-) Inversión en Acciones	-110	180	-40	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-262	-105	-1,518	-212	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-779	257	-451	186	-1,173	-1,724	1,839	3,338
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	3.15%	3.75%	3.79%	2.87%	-8.56%	-0.86%	6.60%	9.26%
Cuota leasing del período	785	298	247	185	104	104	80	80
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4,121	3,589	3,328	4,057	436	3,511	3,389	3,300
BALANCE								
Caja e Inversiones Corrientes	2,322	3,561	3,300	5,847	5,200	4,772	4,369	4,800
Activos Totales	16,657	20,138	22,540	26,419	24,871	24,310	22,016	20,064
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	1,017	1,358	1,938	1,893	1,580	3,037	2,037	12
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	2,400	2,400	2,025	900	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	1,017	1,358	1,938	4,293	3,980	5,062	2,937	12
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,791	10,417	11,500	12,009	12,261	13,025	13,221	13,243
Capitalización ****	10,808	11,775	13,438	16,303	16,242	18,087	16,158	13,255
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	1,287	1,283	0	0	0
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	0	0	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	16,657	20,138	22,540	25,132	23,382	24,310	22,016	20,064
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	2,474	2,496	3,525	2,400	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	10	9	7	9	0
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,326	16,110	18,032	20,105	18,705	19,448	17,613	16,051

(x) Índice expresado en número de veces

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

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

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

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Ene-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
INDICADORES FINANCIEROS								
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	25.66	26.54	20.82	10.94	7.23	11.79	12.03	8.47
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	23.65	25.69	10.56	10.34	7.23	11.79	12.03	8.47
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	27.61	27.15	10.32	10.34	7.23	11.79	12.03	8.47
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	4.50	8.51	8.43	7.53	2.90	8.93	9.53	7.17
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.25	0.38	0.58	1.06	0.76	1.44	0.87	0.00
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	0.25	0.38	0.58	1.06	0.76	1.44	0.87	0.00
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-32%	-61%	-41%	-38%	-23%	8%	-42%	-145%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	39.03%	52.74%	84.44%	155.94%	164.02%	208.78%	125.30%	0.54%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	39.03%	52.74%	84.44%	155.94%	164.02%	208.78%	125.30%	0.54%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	-76.60%	18.92%	-23.25%	4.34%	-353.67%	-34.06%	62.62%	27820.58%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0.09	0.12	0.14	0.26	0.25	0.28	0.18	0.00
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	0.11	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0.14	0.15	0.18	0.30	0.32	0.45	0.33	0.00
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0.74	0.90	0.96	1.20	1.03	0.87	0.67	0.52
LIQUIDEZ								
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	177.19%	121.92%	112.75%	48.41%	42.32%	62.06%	72.10%	770.54%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	128.85%	215.08%	151.03%	281.31%	308.68%	151.90%	206.35%	5191.34%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	2104.62%	2176.61%	1650.68%	878.00%	540.38%	938.96%	952.57%	681.97%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	299.00%	640.09%	618.48%	576.63%	165.11%	689.83%	736.89%	562.79%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1230.77%	1615.32%	1452.03%	606.52%	-1099.62%	-181.39%	1400.26%	1407.36%
CFO / cargos fijos	174.85%	475.03%	544.05%	398.33%	-335.98%	-133.27%	1083.22%	1161.42%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.56	1.90	1.18	1.45	1.54	0.80	1.15	184.29
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.57	1.47	1.11	1.13	-3.83	-0.17	1.89	445.66
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	3.15	2.71	0.92	1.16	#DIV/0!
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	2.45	-6.76	-0.20	1.90	#DIV/0!
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	2.29	2.17	1.52	1.95	3.11	1.12	1.60	35.69
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período)	2.13	2.02	1.43	1.67	2.34	1.02	1.42	6.98
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	4.50	8.51	8.43	2.87	3.37	1.16	1.42	7.17
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.77	0.19	-0.23	0.10	-8.91	-0.57	0.90	278.21
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-	0.21	-15.70	-0.66	0.91	#DIV/0!
OTROS INDICES								
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3,434	5,716	4,714	7,649	7,974	7,965	7,805	7,741
Liquidez Acida (x)	1.14	1.16	1.14	1.17	1.28	1.34	1.39	1.44
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.08	1.10	1.08	1.14	1.26	1.29	1.26	1.30
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.43	1.57	1.39	1.32	1.39	1.47	1.71	2.03
Patrimonio / Activo Total (x)	0.59	0.52	0.51	0.45	0.49	0.54	0.60	0.66
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	6	6	5	7	7	6	8	11
Días de cuentas por cobrar	59	59	70	49	51	58	46	33
Rotación de inventarios (x)	17	11	16	12	12	10	10	10
Días de inventarios	21	33	23	31	30	34	36	36
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	9	9	11	13	15	14	12
Días de cuentas por pagar	23	38	41	32	27	24	26	29
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS COMER. FINANCIERAS	15	9	9	11	13	15	14	12
Días de cuentas por pagar	23	38	41	32	27	24	26	29
Rotación Capital de Trabajo	13	8	11	9	8	7	6	6
Días de Capital de Trabajo	28	44	34	41	46	55	56	56
Días de Ciclo de Operación	-28	-10	-18	-7	-8	-14	-0	16
Vencimientos Deuda Financiera								
Año	2005	2006	2008	2009	2009	2009	2009	2009
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	2,000	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	0	0	2,000	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500

(x) Índice expresado en número de veces