

Ecuador Obligaciones Generales

Automotores de la Sierra S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Primera Emisión de Obligaciones	AA	AA	Nov-07
Segunda Emisión de Obligaciones	AA	AA	Mar-09
Papel Comercial		AA	Mar-09

Primera Emisión de Obligaciones en circulación:

Concepto	Clase A	Clase B	Clase C
Monto (USD)	1,000,000	1,500,000	1,500,000
Plazo (días)	360	900	1,080
Tasa Reajuste	Pasiva Referencial +2.25%	Pasiva Referencial +2.50%	Pasiva Referencial +2.75%
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	Semestral	Semestral	Semestral
Base Cálculo Intereses	360/360	360/360	360/360
Garantía	General	General	General

Cronograma de Pagos (% Amortiz. Capital)			
Días	Clase A	Clase B	Clase C
180	50%	10%	10%
360	50%	10%	10%
540		10%	10%
720		30%	25%
900		40%	10%
1080			35%
Total	100%	100%	100%

Segunda Emisión de Obligaciones en circulación:

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

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 siete puntos de venta en Ambato, Riobamba y Latacunga y cuenta dentro de su zona con una participación de mercado de 37%, siendo el segundo concesionario más importante en el Ecuador, medido por su nivel de ventas anuales.

FECHA COMITE: Septiembre/29/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Julio de 2009

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 en circulación:

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

Contactos

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

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

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



■ RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

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

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

La calificación recoge la calidad de los activos y la gestión operativa positiva de la empresa, que aún bajo un entorno incierto, con circunstancias adversas y una contracción esperada en el nivel de ventas, mantiene niveles de rentabilidad adecuados para sostener el negocio en marcha.

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

A jul-09, el endeudamiento financiero de la empresa es con el mercado de valores a una tasa adecuada, y gran parte a largo plazo, situación que mejora el calce de plazos entre los activos y pasivos de la empresa. Adicionalmente, le otorga un financiamiento más estable y reduce el riesgo de refinanciamiento. Dadas las actuales circunstancias macroeconómicas, esta es una fortaleza frente a contracciones de la liquidez en el sistema.

A julio, la empresa requirió de nuevas inyecciones de liquidez para financiar su capital de trabajo ya que redujo su deuda con proveedores. Estos requerimientos fueron atendidos precisamente por el mercado de valores que a través del papel comercial le otorga a la empresa una herramienta revolutiva. Se observa que durante este año la empresa pudiera necesitar refinanciar parte de su deuda de corto plazo para lo cual cuenta con algunas alternativas.

El nivel de endeudamiento de ASSA continúa siendo una de sus principales fortalezas, ya que 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.

La calificadora mantiene su apreciación sobre el riesgo de ASSA, que es consistente con el 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.

La posición de la empresa se mantiene con fortalezas que le permitirán asumir los retos y enfrentar potenciales 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.
- Encarecimiento adicional de vehículos importados como resultado de la aprobación del nuevo Proyecto Tributario del Gobierno.
- 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

En 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.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

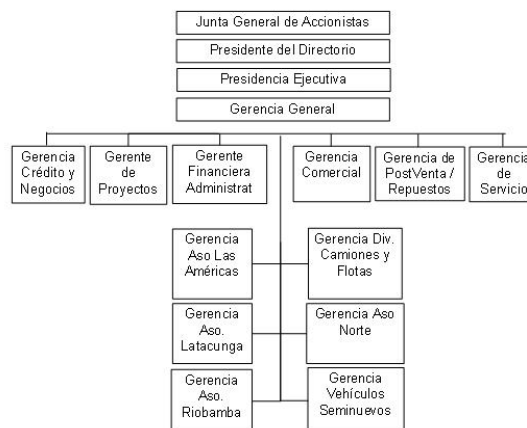
La estructura accionarial de ASSA refleja su origen familiar. Existen 3 socios accionistas, los cuales se pueden clasificar de la siguiente forma:

ACCIONISTAS	%
Familia Sevilla	62.18%
Familia Cabeza de Vaca	26.51%
Otros accionistas con participación menor al 5%	11.31%

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.

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 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. Actualmente se encuentra en fase de estabilización del sistema.

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. La industria automotriz tiene un fuerte impacto en la economía, y en los últimos años ha venido liderando el segmento de consumo; aporta a la generación de valor

agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal.



En 2008, las ventas de automotores nuevos frente a 2007. De acuerdo a su procedencia, el 58.5% fueron importados y el 41.5% fueron ensamblados en el país, mejoraron su participación en alrededor de 6 puntos porcentuales; a dic-08, la producción local anual por ensambladoras fue de 71,210¹ unidades. 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. Para 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%.

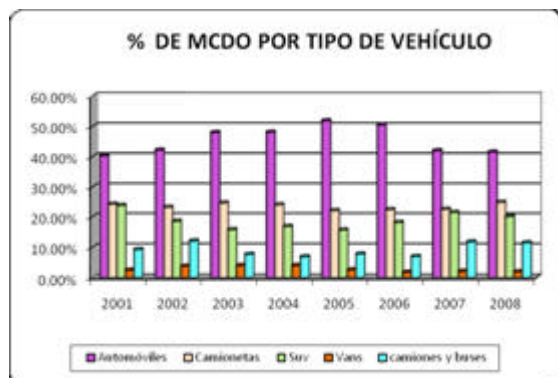
En 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones, incidiendo de esta manera sobre el comportamiento de la oferta de automotores. Esto podría dar lugar a un incremento de precios si es que la demanda mantiene su conducta expansiva.

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

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento de automóviles fue el más importante y el segmento de mayor crecimiento fue el de camionetas (35%).

El cuadro que sigue muestra la participación de los distintos tipos de automotores en las ventas entre 2001 y 2008, reflejo de los gustos y preferencias del mercado ecuatoriano.

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



Dada la restricción para la importación de CKD (partes y piezas de vehículos), instrumentada por el Comexi, para 2009 se estima puedan ingresar al mercado ecuatoriano alrededor de 75.000 unidades nuevas. Las proyecciones de demanda, por otra parte, determinaron que Ecuador requeriría 95.000 unidades, considerando una reducción de liquidez en el sistema² y una menor propensión hacia el consumo de bienes de los hogares. Situación que permitiría a ciertas marcas mejorar sus márgenes de venta.

El efecto de la Resolución 466 del Comexi, sobre 39 partidas arancelarias relacionadas con la industria automotriz representará una reducción de USD 771.2MM en sus importaciones respecto al 2008.

De acuerdo a la AEADE en 2009, los vehículos importados llegan a pagar aranceles e impuestos de hasta el 94%, tasa que podría incrementarse 1.6% más de aprobarse el proyecto de Reformas a la Ley Tributaria que el ejecutivo envió a la Asamblea Nacional Constituyente, como resultado del incremento en el impuesto a la salida de capitales.

El comportamiento de este mercado está estrechamente ligado a la disponibilidad de líneas de crédito. Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el desempeño de esta industria.

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 convertirá en su principal fuente generadora de ingresos³, especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

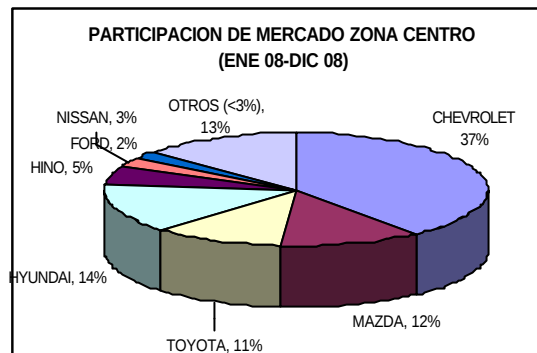
² Dada la coyuntura mundial actual, se esperaría una contracción de: las remesas que envían los emigrantes, del gasto público, de las exportaciones y del financiamiento externo.

³ <http://www.aeade.net/cifras.htm>

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; el buen desempeño de la marca en los años precedentes, le permitiría beneficiarse por el sistema de cuotas (basado en promedios).

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

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



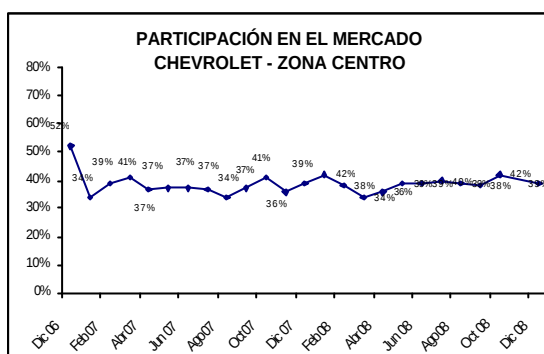
La Empresa tiene exclusividad para la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). Históricamente, las ventas de la Compañía han significado aproximadamente un 9% de las ventas totales de la Marca a nivel nacional. Durante el año 2008, ASSA colocó 4.219 vehículos nuevos (entre automóviles y flotas). A jul-09 las ventas en unidades de la empresa suman 1.996 vehículos.

ASSA se ha mantenido como 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 177 empleados y 8 puntos de venta ("ASO's") ubicados 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, así como en el resto del país se intensificó la competencia con nuevas marcas; el nivel de ventas de la empresa se mantuvo acorde al comportamiento del mercado.



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	2007	%	2008	%	Jul-09	%
Vehículos Nuevos	50,916	90.2%	68,502	91.4%	36,625	90.0%
Vehículos Usados		0.0%	355	0.5%	178	0.4%
Repuestos	3,927	7.0%	4,248	5.7%	2,750	6.8%
Talleres	1,634	2.9%	1,809	2.4%	1,137	2.8%
Total General	56,476	100%	74,915	100%	40,691	100%

Participación en Unidades Vendidas						
Tipo Vehículo	2004	2005	2006	2007	2008	Jul-09
Vehículos Livianos	89.6%	89.8%	88.3%	86.6%	87.6%	85.6%
Vehículos pesados	10.4%	10.2%	11.7%	13.4%	12.4%	14.4%
P.Venta Promedio	15,055	15,032	15,654	16,039	16,039	14,912
Margen bruto	12.4%	12.0%	11.9%	11.2%	12.5%	12.6%

A jul-09, ASSA mantiene una adecuada gestión operativa, que históricamente ha sido consistente y positiva. Las ventas de la empresa a la fecha de análisis suman USD 40.5MM; anualizadas muestran un decrecimiento del 7.3%, que es inferior al decremento esperado en 2009 para el mercado en general.

El margen bruto, éste se mantiene alrededor del 12.6% y de acuerdo a las proyecciones, la empresa espera que se mantenga en dicho nivel en el trienio venidero.

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 cinco años de alrededor de 3100 unidades.

	2005	2006	2007	2008	Jul-2009
ASSA	3028	3027	3156	4219	1996
Promedio		3027.50	3070.33	3357.50	3099.50
% crecimiento		0.0%	4.3%	33.7%	-18.9%

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, a jul-09 representan el 12.07%.

ASSA compara sus indicadores de rentabilidad y de eficiencia con los de otros concesionarios de la marca Chevrolet, a jul-09 se mantiene en los primeros lugares. La empresa maneja una política presupuestaria

debidamente institucionalizada, 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.

En relación al nivel de ventas, a jul-09, los gastos administrativos se mantienen alrededor del 1%, mientras los gastos de comercialización representan el 6.6% de las ventas. Cabe mencionar que desde 2008, éste último fue el componente del gasto de mayor crecimiento.

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.

El gasto financiero de ASSA a jul-09 es USD 248M, que representa el 70% del de dic-08, éste continúa por debajo del 1% de los ingresos por ventas y servicios.

El resultado bruto (antes de impuestos y participaciones) a jul-09 es de USD 2.362M, y se origina en su negocio principal. La utilidad a julio representa el 65.6% del resultado del año anterior; sin embargo, debido a restricciones de mercado este impulso no se mantendría y se proyecta una reducción de las utilidades brutas del 9% para 2009, con contracciones adicionales para el 2010 y 2011. Pese a la contracción esperada de las ventas y los resultados, la empresa seguiría siendo rentable. Entre 2009 y 2011 se esperan caídas tanto en el ROA, como en el ROE, los que serían 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%
Dic-07	3.5%	2.73	9.5%	1.81	17.3%	13.6%
Dic-08	2.9%	3.57	10.5%	2.05	21.6%	16.1%
Jul-09	3.7%	1.93	7.2%	2.08	14.9%	20.5%
Promedio	4.0%	2.71	10.7%	1.86	19.8%	

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	Jul-09
Total Activo Corriente	10,206	11,028	14,805	15,784	19,206	16,874
Fondos Disponibles	2,927	2,322	3,561	3,300	2,382	1,724
Inversiones temporales					3,482	2,419
C x Cobrar Comerciales	3,712	5,040	6,342	8,237	8,241	6,681
Inventarios Neto	3,186	2,489	4,237	3,200	4,675	5,492
C x cobrar Relacionadas	41	752	111	431	137	74
Otras cuentas por cobrar	340	425	554	616	288	484
Total Activo No Corriente	4,706	5,964	4,949	6,756	6,803	7,413
Propiedades	2,897	2,356	2,309	3,652	3,609	3,829
Inversiones Acciones	463	616	482	592	713	534
C x Cobrar LP Comerc	1,346	2,992	2,158	2,512	2,481	3,050
ACTIVOS TOTALES	14,912	16,992	19,754	22,540	26,009	24,287

PRINCIPALES INDICADORES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Jul-09
Capital de Trabajo (AC - PC)	4,991	4,186	5,827	5,145	8,043	7,910
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.43	1.35	1.40
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.51	0.46	0.51
Rotación Cx Cobrar comerciales (x)	7	6	6	5	7	7
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	16	14	11
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9	11	18
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	10	8	8

(x) = número de veces

A jul-09, el tamaño de los activos de la empresa se ha contraído, representa el 93% del monto alcanzado en dic-08. Las cuentas que se acortaron fueron las cuentas comerciales y las inversiones temporales.

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. La estructura de fondeo actual le otorga mayor flexibilidad para afrontar períodos más restrictivos. 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. La cartera comercial el 40% del balance total, mientras los inventarios a jul-09, muestran una creciente participación con el 22.6% (17.97% a dic-08). Hace parte de las cuentas comerciales el inventario de vehículos usados que se recibe como parte de la cuota de entrada en la venta de vehículos nuevos y cuya venta es intermediada por ASSA (USD 355M a dic-08 y USD 78M a jul-09).

A jul-09, el saldo de la cartera de crédito neta suma USD 9.2MM, de los cuales USD 8.4MM corresponden a cartera vigente. 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 jul-09, se ha vendido cartera por USD 7.9MM, 74.2% de la cual fue con recurso (48.43% en dic-08).

La cartera vencida de la empresa se concentra especialmente en el período de 0 a 30 días, a jul-09 representa el 75.3% del saldo de cartera vencida; el

6.4% tiene una antigüedad mayor a 90 días y el 1% supera los 361 días.

Por el sistema de registro de la empresa la cartera de riesgo es igual a la vencida. La morosidad a jul-209 es 9%. A la fecha de análisis, la cartera tiene provisiones por USD 267M, lo que le da una cobertura a la cartera morosa de 0.32 (fue 0.39 en dic-08).

Como se mencionó antes, los inventarios son el segundo rubro en importancia del activo, a jul-09 suman USD 5.5MM. Esta es una cuenta que ha crecido desde diciembre del año anterior, cuando la empresa compró inventario para los meses siguientes. Actualmente el 77.9% del rubro corresponde a vehículos (entre livianos y pesados), el 16% a repuestos y la diferencia se distribuye entre rubros varios.

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.

Los activos fijos constituyen también una parte importante del activo (15.77%), 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.

ASSA mantiene cuentas por cobrar a Llantas y servicios de la Sierra S.A., compañía relacionada⁴, por USD 55M, a Reencauchadora de la Sierra (USD 13.4M) y a Autos y Servicios de la Sierra (USD 5M).

ENDEUDAMIENTO

INDICES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Jul-09
EBITDA / Gasto Financ (x)	25.57	25.66	26.54	20.82	11.91	9.22
EBITDA / Cargos Fijos*	25.57	4.50	8.51	8.43	8.16	7.36
EBITDA Inv Act F / Gasto Financ(x)	23.33	23.65	25.69	10.56	11.31	7.76
Deuda Financ Total / EBITDA (x)	0.32	0.25	0.38	0.58	0.98	1.29
Deuda Financ Neta / EBITDA (x)	-0.91	-0.32	-0.61	-0.41	-0.36	0.27
Deuda Financ Total / EFO (x)	0.44	0.39	0.53	0.84	1.43	1.99
Flujo Caja Libre / Deuda Financ Total	-183.29%	-76.60%	-18.92%	-23.25%	-1.40%	-35.18%
Deuda Financ Total / Capitalización	7.43%	9.41%	11.53%	14.42%	26.46%	29.87%
Deuda Relacionada / Pasivo Total	13.66%	10.65%	8.12%	0.14%	0.09%	0.10%
Deuda Financ Total / Pasivo Total	13.66%	14.12%	14.54%	17.55%	30.50%	43.69%
Pasivo Total / Patrimonio (x)	0.59	0.74	0.90	0.96	1.18	0.97
Pasivo Total / Patrimonio Tangible (x)	0.61	0.77	0.94	1.00	1.19	0.98
Pasivo Total / Patrimonio Efectivo (x)	0.61	0.77	0.94	1.00	1.57	1.90

* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

ASSA se ha caracterizado por mantener bajos niveles de apalancamiento financiero; a jul-09 éste retorna a niveles similares a sus históricos, sin embargo las ventas de cartera con recurso también constituyen una obligación para la empresa, y éstas crecieron significativamente en 2009.

A jul-09, la relación de pasivo total frente a patrimonio en es 0.97. Esta relación frente al patrimonio tangible, es decir restando activos diferidos, intangibles, préstamos a relacionadas es 0.98. Estos indicadores muestran que el patrimonio tangible de la empresa no registra diferencias mayores con el patrimonio que muestra el balance. Pero sensibilizando 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, el indicador es 1.90.

En jul-09, la empresa se fondea exclusivamente con el mercado de valores y proveedores. Históricamente, las principales fuentes de fondeo de la empresa, en orden de importancia son: proveedores (GMAC), bancos, cooperativas y mercado de valores.

La deuda financiera (incluido leasing y mercado de valores) a jul-09 suma USD 5.3MM, donde el 54.6% es de corto plazo.

El pasivo financiero a jul-09 representa el 46.54% del pasivo total y la deuda con proveedores el 14.13%.

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. A jul-09, se observa que ASSA ha reemplazado parte de este financiamiento con recursos provenientes del mercado de valores.

La estructura actual del pasivo de ASSA mitiga el riesgo del entorno, pues el mercado de valores es una fuente estable y de largo plazo para afrontar circunstancias adversas y aprovechar las oportunidades de mercado. Adicionalmente le permitiría en caso de requerirlo contraer financiamiento de crédito bancarias. Históricamente ASSA no ha tenido problemas para contratar líneas de crédito con IFI's.

Otro pasivo importante a largo plazo es la provisión para jubilación, determinada con base en cálculos actuariales y que tiene un saldo a jul-09 de USD 685M.

El patrimonio de la empresa ha crecido gradualmente por los resultados luego del reparto de dividendos. A jul-09 suma USD 12.3MM. No se advierte una política establecida en cuanto a la distribución de resultados a los accionistas; en el 2008 se repartieron el 90% de las utilidades del año anterior y en 2009 el 51.4%.

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 la propuesta, se espera 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 jul-09 suman USD 73M.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Jul-09
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total*	100%	100%	100%	113%	48%	56%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financ Corto Pl (x)	3.88	1.29	2.15	1.51	2.82	1.41
FFO/Intereses del periodo (FFO/Interest cover) (x)	19.62	21.05	21.77	16.51	9.49	7.20
FFO/cargos fijos*	19.62	2.99	6.40	6.18	6.23	5.07
CF/Intereses del periodo (CF/Interest cover) (x)	1.59	6.34	21.32	12.36	6.63	6.31
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.30	2.56	1.90	1.18	1.59	0.93
CF/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.14	1.57	1.47	1.11	1.24	-0.95
EBITDAR/Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	3.15	2.29	2.17	1.52	2.12	1.40
EBITDAR/Deuda Fin CP+gasto financ (x) anual*	2.81	2.13	2.02	1.43	1.81	1.22
EBITDAR/ Porc.Corr LP+gasto Fin (x) Anual*	25.57	4.50	8.51	8.43	3.11	6.50
Flujo Caja Libre / Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	-1.83	-0.77	0.19	-0.23	0.03	-1.76

* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

Históricamente la empresa ha generado EBITDA positivo, dicho comportamiento se mantiene en jul-09; y cubre tanto los cargos fijos como el impuesto a la renta. Sin embargo, dado los mayores requerimientos de capital de trabajo, originados en mayores pasivos comerciales, inventarios y cuentas por cobrar de largo plazo, a jul-09, ASSA requiere de financiamiento adicional tanto para la gestión del negocio; como para afrontar el pago de dividendos e inversiones CAPEX.

Actualmente ASSA dispone de un instrumento revolvable en el mercado de valores e históricamente ha conseguido fácilmente financiamiento bancario. De manera que en función de las circunstancias predecibles la empresa tendría la capacidad de honrar sus obligaciones en tiempo y forma.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

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

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

La emisiones en circulación representan el 22.7% de los activos libres de gravamen a jul-09, lo que les da una cobertura de 4 veces.

Activos (Julio, 2009)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravamen
Caja-Bancos	4,143.29		4,143.29
Cuentas por cobrar Comerciales	6,592.63		6,592.63
Cuentas por cobrar Otras	88.47		88.47
Inventarios	5,492.08		5,492.08
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	484.05		484.05
Cuentas por cobrar LP	3,049.98		3,049.98
Propiedades y Equipo	3,829.38	1,262.03	2,567.35
Inversiones de Largo Plazo	533.83		533.83
Otros Activos	73.54		73.54
TOTAL	24,287.25		23,025.22
MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)			
PAPEL COMERCIAL			1,275.00
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			1,452.68
PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			2,498.01
EMISIONES / ACTIVOS GARANTIA GENERAL			22.7%

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 jul-09 el indicador de endeudamiento se redujo hasta inscribirse dentro de los límites preestablecidos; cabe mencionar que la escritura de emisión establece un trimestre de plazo para que la empresa retorne a los niveles convenidos:

Resguardos	2004	2005	2006	2007	2008	Jul-09
Pasivo Total/Patrimonio Total (< 1)	0.59	0.74	0.90	0.96	1.18	0.97
Activo Corriente/Pasivo Corriente (> 1.4)	1.95	1.50	1.64	1.44	1.73	1.89
Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo > 1	-0.14	1.57	1.47	1.11	1.24	-0.95

El resguardo referente al flujo de caja operativo, a jul-09, no llega a uno, sin embargo, esto se debe a la decisión de la administración de cancelar deuda con proveedores, situación que presiona los indicadores de liquidez de la empresa. Adicionalmente, dispone de un trimestre para ajustarse, de manera que no hay incumplimiento; y se prevé que para fin de año se adecuará a lo convenido.

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 EMISION

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

El papel comercial salió por primera vez en julio de 2009, al 31 de julio estaban en circulación USD 1.275M

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

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Jul-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
RESULTADOS								
Ventas	50,775	53,410	56,746	75,270	40,513	60,736	58,307	57,724
% crecimiento	29.0%	5.2%	6.2%	32.6%	-7.7%	-19.3%	-4.0%	-1.0%
MARGEN BRUTO (%)	12%	12%	11%	13%	13%	14%	14%	14%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,336	3,291	3,081	4,213	2,289	3,407	3,308	3,219
MARGEN EBITDA (%)	6.6%	6.2%	5.4%	5.6%	5.7%	5.6%	5.7%	5.6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,336	3,291	3,081	4,213	2,289	3,407	3,308	3,219
MARGEN EBITDAR (%)	6.6%	6.2%	5.4%	5.6%	5.7%	5.6%	5.7%	5.6%
Cuota leasing del período	785	298	247	185	73	104	80	80
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los ga	199	128	170	495	193	209	138	180
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,137	3,163	2,911	3,718	2,096	3,198	3,171	3,039
Gasto Financiero del período	-130	-124	-148	-354	-248	-289	-275	-380
Impuestos a la renta	-600	-592	-638	-855	-502	-693	-689	-628
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	14.7%	10.4%	9.0%	11.4%	8.9%	6.2%	6.9%	25.8%
UTILIDAD NETA	1,799	2,245	1,983	2,218	1,506	2,081	2,068	1,883
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.8%	22.2%	18.1%	18.9%	21.3%	16.7%	15.8%	14.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.3%	12.2%	9.3%	9.1%	10.3%	8.3%	8.9%	8.9%
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	2,160	1,368	2,289	2,206	2,063
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,006	-572	-146	-657	-3,106	-2,899	1,506	3,136
Inversión en Activos Fijos	989	1,801	2,007	1,503	-1,739	-609	3,712	5,200
Otras Inversiones, Neto	-262	-105	-1,518	-212	-361	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no	515	180	-36	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda Financiera	1,242	1,876	453	1,291	-2,100	-609	3,712	5,200
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	217	263	644	2,650	1,007	558	-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	-1,140	-989	-1,873	-1,861
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	60	520	197	2,156	-2,233	-1,040	-296	515
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)								
EBITDA OPERATIVO	3,336	3,291	3,081	4,213	2,289	3,407	3,308	3,219
(-) Gasto Financiero del período	-130	-124	-148	-354	-248	-289	-275	-380
(-) Impuesto a la renta del período	-600	-592	-638	-855	-502	-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	3,004	1,539	2,425	2,344	2,211
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,006	-572	-146	-657	-3,106	-2,899	1,506	3,136
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,600	2,003	2,149	2,347	-1,567	-474	3,850	5,348
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	77	499	42	42	42
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-608	-202	-142	-369	-339	-177	-180	-190
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,399	-1,619	-900	-1,785	-1,140	-989	-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	-361	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-779	257	-451	60	-2,908	-1,598	1,839	3,338
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	3.15%	3.75%	3.79%	3.12%	-3.87%	-0.78%	6.60%	9.26%
Cuota leasing del período	785	298	247	185	73	104	80	80
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERIOD)	4,121	3,589	3,328	4,398	2,362	3,511	3,389	3,300
BALANCE								
Caja e Inversiones Corrientes	2,322	3,561	3,300	5,864	4,143	4,772	4,369	4,800
Activos Totales	16,657	20,138	22,540	26,009	24,287	24,327	22,033	20,081
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	1,017	1,358	1,938	1,893	2,825	3,037	2,037	12
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	2,400	2,413	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	5,238	5,062	2,937	12
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,791	10,417	11,500	11,934	12,300	13,025	13,221	13,243
Capitalización ****	10,808	11,775	13,438	16,227	17,537	18,087	16,158	13,255
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	1,287	1,262	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	24,722	23,025	24,327	22,033	20,081
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	2,474	5,226	3,525	2,400	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	10	4	7	9	
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,326	16,110	18,032	19,777	18,420	19,462	17,627	16,065

(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	Jul-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
INDICADORES FINANCIEROS								
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	25.66	26.54	20.82	11.91	9.22	11.79	12.03	8.47
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	23.65	25.69	10.56	11.31	7.76	11.79	12.03	8.47
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	27.61	27.15	10.32	11.31	7.76	11.79	12.03	8.47
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	4.50	8.51	8.43	8.16	7.36	8.93	9.53	7.17
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.25	0.38	0.58	0.98	1.29	1.44	0.87	0.00
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	0.25	0.38	0.58	0.98	1.29	1.44	0.87	0.00
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-32%	-61%	-41%	-36%	27%	8%	-42%	-145%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	39.03%	52.74%	84.44%	142.90%	198.52%	208.78%	125.30%	0.54%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	39.03%	52.74%	84.44%	142.90%	198.52%	208.78%	125.30%	0.54%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	-76.60%	18.92%	-23.25%	1.40%	-95.18%	-31.57%	62.62%	27820.58%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0.09	0.12	0.14	0.26	0.30	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	0.31	0.44	0.45	0.33	0.00
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0.74	0.90	0.96	1.18	0.97	0.87	0.67	0.52
LIQUIDEZ								
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	177.19%	121.92%	112.75%	48.41%	55.32%	62.06%	72.10%	770.54%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	128.85%	215.08%	151.03%	282.16%	142.99%	151.90%	206.35%	5191.34%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	2104.62%	2176.61%	1650.68%	949.02%	719.58%	938.96%	952.57%	681.97%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	299.00%	640.09%	618.48%	623.26%	556.97%	689.83%	736.89%	562.79%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1230.77%	1615.32%	1452.03%	663.34%	-630.97%	-164.01%	1400.26%	1407.36%
CFO / cargos fijos	174.85%	475.03%	544.05%	435.65%	-488.38%	-120.50%	1083.22%	1161.42%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.56	1.90	1.18	1.59	0.93	0.80	1.15	184.29
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.57	1.47	1.11	1.24	-0.95	-0.16	1.89	445.66
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	3.44	26.20	0.92	1.16	
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	2.68	-26.68	-0.18	1.90	
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	2.29	2.17	1.52	2.12	1.40	1.12	1.60	35.69
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero perí	2.13	2.02	1.43	1.81	1.22	1.02	1.42	6.98
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	4.50	8.51	8.43	3.11	6.76	1.16	1.42	7.17
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.77	0.19	-0.23	0.03	-1.76	-0.53	0.90	278.21
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-	0.07	-49.51	-0.61	0.91	
OTROS INDICES								
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3,434	5,716	4,714	8,043	7,910	7,965	7,805	7,741
Liquidez Acida (x)	1.14	1.16	1.14	1.31	1.27	1.34	1.39	1.44
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.08	1.10	1.08	1.28	1.22	1.29	1.26	1.30
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.43	1.57	1.39	1.35	1.40	1.47	1.71	2.03
Patrimonio / Activo Total (x)	0.59	0.52	0.51	0.46	0.51	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	52	52	58	46	33
Rotación de inventarios (x)	17	11	16	14	11	10	10	10
Días de inventarios	21	33	23	26	33	34	36	36
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	9	9	11	18	15	14	12
Días de cuentas por pagar	23	38	41	32	20	24	26	29
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS COMER. FINANCIERAS	15	9	9	11	18	15	14	12
Días de cuentas por pagar	23	38	41	32	20	24	26	29
Rotación Capital de Trabajo	13	8	11	8	8	7	6	6
Días de Capital de Trabajo	28	44	34	44	47	55	56	56
Días de Ciclo de Operación	-28	-10	-18	-2	-17	-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