

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	AA	Mar-09

Primera Emisión de Obligaciones en circulación:

Concepto	Clase A	Clase B	Clase C
Fecha de emisión	1-Apr-08	1-Apr-08	1-Apr-08
Fecha de vencimiento del programa	1-Apr-09	1-Oct-10	1-Apr-11
Monto (USD)	1,000,000	1,500,000	1,500,000
Saldo en circulación		1,050	1,050
Plazo (días)	360	900	1,080
Tasa Reajuste	Pasiva Referencial +2.25%	Pasiva Referencial +2.50%	Pasiva Referencial +2.75%
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	Semestral	Semestral	Semestral
Base Cálculo intereses	360/360	360/360	360/360
Garantía	General	General	General

Segunda Emisión de Obligaciones en circulación:

Concepto	Clase A			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Fecha de emisión	16-Jul-09	16-Jul-09	16-Jul-09	16-Jul-09
Fecha de vencimiento del programa	16-Jul-11	16-Jul-11	16-Jul-11	16-Jul-11
Fecha tope para emitir	23-Mar-10	23-Mar-10	23-Mar-10	23-Mar-10
Monto (USD)	750,000	500,000	200,000	50,000
Saldo en circulación	600,000	400,000	160,000	40,000
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: Marzo 30 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre de 2009 y Enero de 2010

Emisión de Papel Comercial en circulación:

Concepto	Clase A: USD 600 000			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Fecha de emisión	Empezó a colocarse desde julio de 2009			
Fecha de vencimiento del programa	23-Jun-11	23-Jun-11	23-Jun-11	23-Jun-11
Fecha tope para emitir	22-Jun-11	22-Jun-11	22-Jun-11	22-Jun-11
Monto (USD)	300,000	140,000	120,000	40,000
Saldo en circulación	228,000	106,400	91,200	30,400
Plazo del programa (días)	720	720	720	720
Tasa Reajuste	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón	Cero Cupón
Periodicidad Reajuste	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Periodicidad Amortización	359 días	359 días	359 días	359 días
Base Cálculo intereses	30/360	30/360	30/360	30/360
Garantía	General	General	General	General

Concepto	Clase B: USD 900 000			
	Serie 1	Serie 2	Serie 3	Serie 4
Fecha de emisión	Empezó a colocarse desde julio de 2009			
Fecha de vencimiento del programa	23-Jun-11	23-Jun-11	23-Jun-11	23-Jun-11
Fecha tope para emitir	22-Jun-11	22-Jun-11	22-Jun-11	22-Jun-11
Monto (USD)	400,000	300,000	140,000	60,000
Saldo en circulación	304,000	228,000	106,400	45,600
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
pinpato@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, decide mantener la calificación de AA para el papel comercial y para las emisiones de obligaciones en circulación de ASSA; dicha calificación de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, corresponde a **“los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.”**

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

La calificación de las emisiones en circulación recoge el reconocimiento a la capacidad de pago del emisor en función de la calidad de su gestión operativa y a la expectativa de resultados positivos y sostenibles a lo largo del tiempo. Incorpora la buena calidad de sus activos, los niveles patrimoniales actuales que a más de representar un respaldo frente a circunstancias adversas garantizan fuentes de financiamiento alternativas tanto en el sistema financiero como en el mercado de valores y de proveedores. Reconoce también la posición de ASSA como líder en su mercado objetivo y la experiencia de la administración en el mismo.

A la fecha de análisis, la empresa continúa generando resultados positivos, originados en su negocio principal. La tasa de crecimiento de los resultados se ha reducido entre 2008 y 2009 en consistencia con las tendencias de la industria. Durante el 2009 ASSA vendió menos unidades que el 2008 pero mantuvo su liderazgo en el mercado.

En el 2009, la utilidad sobre ventas, sobre activos y sobre patrimonio mejora con respecto al 2008, gracias al incremento de ingresos no operativos correspondientes a comisiones de seguros, ingresos GM, comisiones financieras y otros varios, estando los principales atados al negocio de autos, de manera que podrían ser recurrentes.

Es de destacar en el 2009, el incremento de los gastos financieros a pesar de la reducción de la tasa de interés, como consecuencia del aumento de la deuda financiera (mercado de valores) que reemplazó al financiamiento de proveedores y permitió la compra de activos fijos y el pago de dividendos. Adicionalmente la operación del negocio se vio afectada por la venta de cartera que financió su crecimiento cuyo costo se registra en gastos no operativos, pero que a cambio generó ingresos. En todo caso el retorno que genera la gestión es interesante para los accionistas y suficiente para mantener un nivel patrimonial saludable, lo cual en última instancia depende de las decisiones que toman los accionistas cada

año en torno al reparto de dividendos. En el año 2009, se repartió el 90% de las utilidades generadas en el 2008, mientras que según las proyecciones en el 2010 se espera repartir el 51% de las utilidades generadas en el 2009.

Históricamente, la capitalización de la empresa ha provenido en su mayor parte de recursos patrimoniales de los accionistas a través de los resultados; desde el 2007, la deuda financiera ha venido incrementando su participación en la capitalización hasta llegar al 34% en 2009. Se evidencia una tendencia persistente de incremento de deuda frente al nivel patrimonial de la empresa, lo cual implica que el riesgo económico de la misma va creciendo al tener menor respaldo para enfrentar circunstancias adversas. Los indicadores de endeudamiento muestran presión adicional al comparar la deuda con el patrimonio tangible, es decir al restar del patrimonio las cuentas por cobrar a relacionadas y accionistas y las inversiones en acciones de empresas vinculadas. Se debe considerar adicionalmente que la cartera vendida con recurso representa para la empresa un contingente que pudiera presionar aún más los indicadores de endeudamiento dependiendo de la calidad de la misma. Se conoce que esta cartera es de buena calidad con un índice de pérdida hasta el momento de 0.35%.

Considerando lo anterior y aunque los resguardos establecidos en la escritura de constitución de las dos emisiones de obligaciones en circulación y del papel comercial se han incumplido por más de un trimestre consecutivo, estimamos que los niveles de endeudamiento de la empresa frente al patrimonio son todavía consistentes con la calificación otorgada, en conjunto con los otros factores analizados. El incremento de la deuda frente al patrimonio tangible de los accionistas, es decir un incremento adicional del riesgo económico para los inversionistas de las emisiones en circulación, podría generar presión en los niveles de calificación de las operaciones del caso.

La generación operativa cubre históricamente los requerimientos de flujos del ciclo del negocio inclusive en el 2009, período en el que se contrajo el financiamiento de proveedores y en el que por lo tanto, se presiona la liquidez, debiendo refinanciar la deuda existente y obtener financiamiento adicional para la compra de activos fijos y el pago de dividendos. Por otro lado, y como se ha mencionado anteriormente, durante el 2009, la empresa debió otorgar mayor crédito a sus clientes lo cual fue fondeado con la venta de esa cartera con recurso. S

A dic-09 y ene-10, el endeudamiento financiero de la empresa es con el mercado de valores y con el sistema financiero. Frente a períodos precedentes, hay un mejor calce de plazos entre los activos y pasivos, pero esta ventaja se diluye a medida que las obligaciones de largo plazo con el mercado de valores van venciendo.

De todas maneras, las emisiones de obligaciones y el papel comercial le otorgan un financiamiento más estable y reducen el riesgo de refinanciamiento, situación que bajo un escenario de incertidumbre es una fortaleza frente a potenciales contracciones de la liquidez en el sistema.

ANÁLISIS 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.
- Combinación 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, que reduce las alternativas de financiamiento para sus clientes.
- Arancel escalonado para automotores, en función del precio.
- Incremento en el impuesto a la salida de capitales.
- Ingreso de nuevas marcas asiáticas al mercado.
- Entorno macroeconómico incierto.

DESCRIPCIÓN 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

ASSA mantiene inversiones en las siguientes empresas:

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

Al 31 de diciembre de 2009.

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

EMPRESAS VINCULADAS POR ACCIONISTA
Empresas Vinculadas por Accionistas
Bienes Raíces de la Sierra - Puntosierra S.A.
Llantasierra S.A.

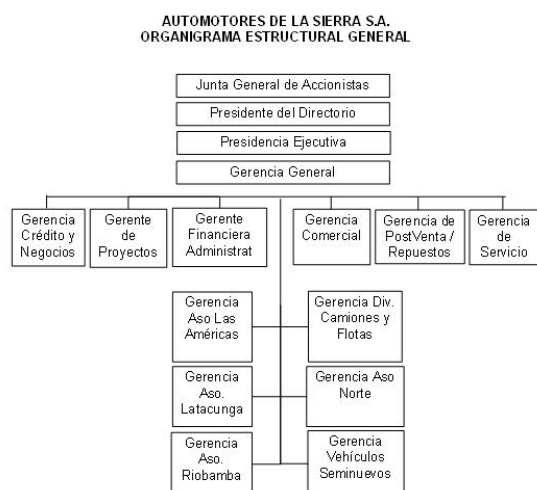
ESTRUCTURA ACCIONARIAL

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

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

Los accionistas tienen otros negocios en Ambato, entre los que figuran una inmobiliaria, locales de venta de vehículos de distintas marcas y el almacén de comercialización de neumáticos descrito anteriormente (Llantas y Servicios de la Sierra S.A.). En este último negocio ASSA participaba también como dueño del 50% de las acciones pero en el año 2009 estas acciones fueron vendidas.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA



El Directorio participa activamente en las decisiones del negocio y está formado por la Presidencia Ejecutiva, la Gerencia General y otros socios de la Empresa.

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:

- a) Vehículos Livianos Nuevos
- b) Vehículos Pesados Nuevos
- c) Vehículos Usados
- d) Repuestos y Talleres
- e) Administración
- f) 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.

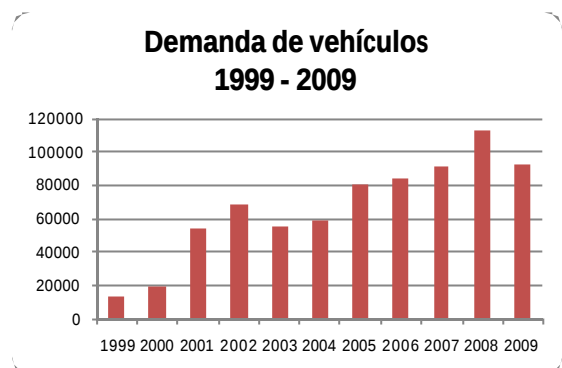
La gestión de cobranzas se realiza desde el primer día, tarea que se asigna generalmente a los mismos asesores de cada concesionario, mientras no se inicie una acción judicial. Esta última se realiza generalmente sobre los créditos vencidos más de 90 días.

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 efecto multiplicador 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.



El mercado automotor se ha mantenido dinámico en 2009, a pesar de los elementos exógenos¹ que lo han vendido afectando. En unidades, se colocaron 92.865 nuevos vehículos, lo que representa el 82.4% de las ventas de dic-08. La caída en el nivel de ventas estimada para 2009 inicialmente fue del 30%, como resultado de presiones por el lado de la oferta, pues la demanda persiste, incluso en el primer trimestre del año cuando las fuentes de fondeo se restringieron.

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

Hay una 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 ingresos².

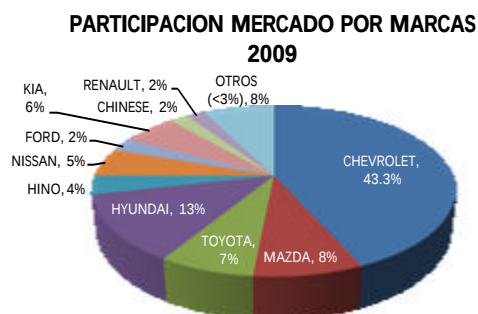
Frente a los cambios en el entorno macroeconómico, los participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden; lo que ha llevado a cambios en la combinación de productos –en función de sus estrategias- de las principales marcas en el país y a una reducción de la demanda por vehículos SUV, que hasta 2007 eran los más apetecidos por el consumidor local.

Los años anteriores fueron de incrementos persistentes en el nivel de ventas de automotores nuevos, desde 2005 cada año se constituyó en un nuevo record de ventas. En 2008 el crecimiento fue del 21% anual. Ecuador no es autosuficiente, en lo que respecta a este mercado, e importa la mayor parte de automotores, de ahí que el efecto del sistema de cupos resultó importante para esta industria. El año pasado, el 58.5% fueron importados y el 41.5% fueron ensamblados en el país; a dic-08, la producción local anual por ensambladoras fue de 71,210³ unidades.

En 2009, finalmente se dio de baja el sistema de cupos y se estableció una normativa arancelaria adicional (5% más) para ciertos ítems. De acuerdo a la AEADE en 2009, los vehículos importados llegan a pagar aranceles e impuestos de hasta el 94%, tasa que se habría incrementado 1.6%, como resultado del incremento en el impuesto a la salida de capitales.

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, en las ventas totales, el segmento de automóviles fue el más importante y el segmento de mayor crecimiento fue el de camionetas (35%).



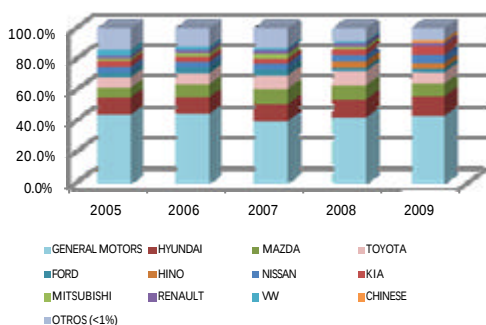
General Motors históricamente ha sido el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, tradicionalmente se ha mantenido arriba del 40%, de manera que los niveles de desempeño de la marca Chevrolet persisten. Cabe destacar que en 2009, durante el período de cupos, los resultados de años anteriores le permitieron beneficiarse por el sistema de cuotas basado en promedios.

¹ Para 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%; y en 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones

² <http://www.aeade.net/cifras.htm>

³ Diario Hoy, Dinero del jueves 31 de julio de 2008, edición electrónica.

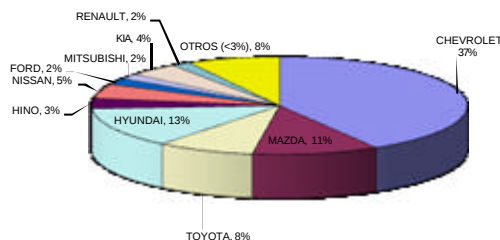
EVOLUCIÓN MARCAS EN ECUADOR



POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

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

PARTICIPACION DE MERCADO ZONA CENTRO (2009)



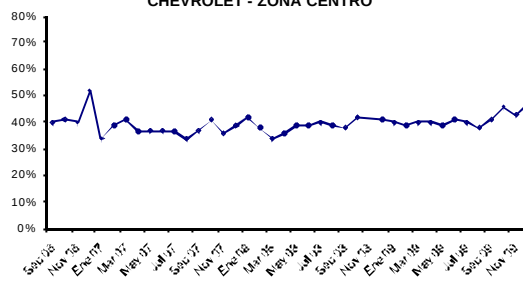
La Empresa tiene exclusividad para la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). A dic-09, las ventas de ASSA representan el 9% de las ventas totales de la Marca a nivel nacional. En 2009, ASSA colocó 3.613 vehículos nuevos (entre automóviles y flotas).

ASSA mantiene su posicionamiento como concesionario de la red de ventas de la marca Chevrolet, medido por el número de unidades vendidas en el año. Actualmente cuenta con 189 empleados y 8 puntos de venta ("ASO's") ubicados en Ambato (5), Riobamba y Latacunga. En Riobamba, cuenta además con un local de exhibición de vehículos de segunda mano, 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.

PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO CHEVROLET - ZONA CENTRO



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	%	2009	%	Ene-10	%
Vehículos Nuevos	50,916	90.2%	68,502	91.4%	67,212	90.1%	5,096	90.1%
Vehículos Usados		0.0%	355	0.5%	489	0.7%	45	0.8%
Repuestos	3,927	7.0%	4,248	5.7%	4,909	6.6%	370	6.5%
Talleres	1,634	2.9%	1,809	2.4%	1,970	2.6%	147	2.6%

Participación en Unidades Vendidas			
Tipo Vehículo	2008	2009	Ene-10
Vehículos Nuevos	87.6%	86.8%	89.4%
Vehículos Usados	12.4%	13.2%	10.6%
P.Venta Promedio	16,039	14,912	14,912
Margen bruto	12.5%	12.6%	11.0%

El análisis actual se está realizando sobre balances no auditados. Tanto a dic-09, como a ene-10 los resultados de ASSA son positivos y se originan en su negocio principal. La empresa realiza una adecuada gestión operativa, con un desempeño de ventas superior a la media de concesionarios chevrolet (y de otras marcas).

Las ventas de la empresa a dic-09 suman USD 74MM y a ene-10 llegan al 7.6% de aquella cifra. Pese a la coyuntura de mercado en 2009 (con ventas globales que se contrajeron 17.5%), la caída de ingresos por ventas fue de 1.5%, ello se debe a que la única línea de negocio que decreció en el año fue la de vehículos nuevos (en 1.9%). Las secciones de: usados, repuestos y talleres registraron crecimientos anuales del 37.6%, 15.6% y 8.9%; respectivamente. Frente a ene-09, la participación en el ingreso de las demás líneas de negocio aumentó.

El margen bruto a dic-09 es 12.6% y cae a 11% en ene-10, lo que se explica por el peso del costo fijo de ventas, que se está diluyendo en un menor volumen, en un negocio donde impera la aplicación de economías de escala.

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

	2006	2007	2008	2009	Ene.10
ASSA	3027	3156	4219	3613	269
Promedio	3027.50	3070.33	3357.50	3408.60	2885.33
% crecimiento	0.0%	4.3%	33.7%	46.8%	-10.7%

El grueso de los egresos operacionales de ASSA lo constituyen los de comercialización, en concordancia con la naturaleza de su negocio principal. A dic-09 el 13.6% de los egresos operacionales de la empresa corresponden a gastos de administración, a ene-10 representan el 93.1%. En el año estos se van diluyendo en la medida que se realizan las ventas.

En relación al nivel de ventas, los gastos administrativos se mantienen alrededor del 1%, mientras los gastos de comercialización a dic-09 subieron al 7.1%, y a ene-10 bajaron al 6.1% de las ventas. El comportamiento del rubro en diciembre se explica por promociones de fin de año; cabe mencionar que es el componente del gasto de mayor incremento en los últimos 2 años.

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-09, el gasto financiero de ASSA fue de USD 449M y de USD 50M a ene-10, manteniendo una participación inferior al 1% de los ingresos por ventas y servicios. Esta participación sin embargo ha incrementado a partir del 2009, debido al aumento importante de la deuda financiera y a pesar de la contracción de las tasas.

ASSA compara sus indicadores de rentabilidad y de eficiencia con los de otros concesionarios de la marca Chevrolet, y se mantiene en los primeros lugares. 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.

Se observa una creciente importancia de los intereses ganados por cartera comercial, que en parte es el resultado de que la empresa mantenga por más tiempo la cartera de clientes

Al corte analizado (tanto dic-09, como ene-10), el resultado operativo positivo se ve reforzado por la contribución de otros ingresos, rubro que especialmente en diciembre resulta importante. Los ingresos no operativos provienen esencialmente de comisiones por vehículos usados, ingresos GM (comisiones, renovaciones, incentivos) y de otros ingresos (fletes, call center, auspicios).

El resultado bruto (antes de impuestos y participaciones) a dic-09 es de USD 4.015M, y se origina en su negocio principal. La utilidad neta es USD 2.6MM para el año 2009 y de USD 138M para ene-10, que anualizada muestra un decrecimiento esperado para el año en curso del 35%. Sin embargo, debido a la estacionalidad del mercado se esperan los mayores niveles de ventas para el cuarto trimestre del año.

De acuerdo a las proyecciones ajustadas de la empresa, los resultado de 2010 y 2011 registrarían contracciones adicionales del 3%. Pese a la contracción esperada de las ventas y los resultados, la empresa mantendrá niveles atractivos de rentabilidad. Entre 2009 y 2011 se espera que el ROA y el ROE, mantengan niveles similares a los observados en 2008.

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%	2.73	8.1%	2.05	16.5%	13.8%
Dic-09	3.5%	2.73	9.4%	2.13	20.1%	15.4%
Ene-10	3.5%	3.57	12.3%	2.13	26.3%	9.4%
Promedio	3.9%	2.66	10.4%	1.86	19.4%	

Nota: Cálculos realizados con activo y patrimonio promedio.
Índices a Enero 10 anualizados.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS (USD MILES)	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Ene-10
Total Activo Corriente	11,028	14,805	15,784	19,206	18,864	19,917
Fondos Disponibles	2,322	3,561	3,300	2,382	2,394	3,865
Inversiones temporales				3,482	3,667	3,667
C x Cobrar Comerciales	5,040	6,342	8,237	8,241	6,679	6,039
Inventarios Neto	2,489	4,237	3,200	4,675	5,494	6,211
C x cobrar Relacionadas	752	111	431	137	540	1,586
Otras cuentas por cobrar	425	554	616	288	631	135
Total Activo No Corriente	5,964	4,949	6,756	6,803	7,284	7,846
Propiedades	2,356	2,309	3,652	3,609	5,124	4,122
Inversiones Acciones	616	482	592	713	61	61
C x Cobrar LP Comerc	2,992	2,158	2,512	2,481	1,558	2,078
	-	-				
ACTIVOS TOTALES	16,992	19,754	22,540	26,009	26,149	27,763

PRINCIPALES INDICADORES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Ene-10
Capital de Trabajo (AC - PC)	4,991	4,186	5,827	5,145	8,043	7,337	5,829
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.43	1.35	1.38	1.24
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.51	0.46	0.48	0.45
Rotación Cx Cobrar comerciales (x)	7	6	6	5	7	9	9
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	16	14	12	10
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9	11	22	12
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	10	8	9	10

(x) = número de veces

En 2009, el negocio de ASSA continuó expandiéndose, aunque a tasas de crecimiento menores a las observadas en períodos precedentes; ello se tradujo en un incremento del tamaño de los activos de la empresa, tendencia que se mantiene para 2010. Los inventarios y las cuentas por cobrar a relacionadas, son los rubros mas expansivos.

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.

ASSA mantiene su política de mantener un promedio de USD 7 millones dedicados a esta actividad. El negocio de financiamiento (intereses ganados) aporta alrededor del 18% del resultado operativo de la empresa.

La necesidad de la empresa de financiar directamente a sus clientes cobra mayor importancia cuando la oferta de crédito en el mercado se reduce. La estructura de fondeo



actual le otorga mayor flexibilidad para afrontar períodos más restrictivos.

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-09, la cartera comercial representa el 31.5% del balance total, y el 29.2% a ene-10. Los inventarios muestran una participación creciente con el 22.4% a ene-10, el 21% a dic-09; frente al 18% a dic-08.

La cartera de crédito neta a dic-09 tiene un saldo de USD 8.2MM y de USD 8.3MM a ene-10. El grueso de la cartera corresponde a créditos vigentes. 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-09, las ventas de cartera fueron de USD 12MM, 82.4% de la cual fue con recurso; en ene-10, ASSA vendió cartera por USD 11.4MM, el 82.8% con recurso.

La cartera vencida de la empresa se concentra especialmente en el período de 0 a 60 días; a dic-09 representa el 71.4% y a ene-10 el 79% del saldo de cartera vencida; en ambos períodos menos del 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 dic-09 es 7.8% y 11.1% en ene-10; las provisiones de cartera suman USD 360M y USD 358M, respectivamente. De manera que a dic-09 la cobertura es 0.59 y 0.39 para ene-10.

Los inventarios son el segundo rubro en importancia del activo, suman USD 5.5MM en dic-09 y USD 6.2MM en ene-10. Desde diciembre de 2008, la cuenta empezó a incrementarse, con el fin de minimizar el riesgo de no disponibilidad frente a potenciales clientes. A enero el 80.9% del rubro corresponde a vehículos (entre livianos y pesados), el 14.4% a repuestos y la diferencia se distribuye entre rubros varios. 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 1.2MM a dic-09 y USD 1.1MM a ene-10).

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 (19.60% en dic-09 y 14.855 en ene-10), estos se componen principalmente de los terrenos, edificios y bienes muebles utilizados para realizar su negocio.

ASSA mantiene cuentas por cobrar a Llantas y servicios de la Sierra S.A., compañía relacionada⁴, por USD 50M, y a Puntosierra (USD 1.5MM).

ENDEUDAMIENTO

INDICES	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Ene-10
EBITDA / Gasto Financ (x)	25.66	26.54	20.82	11.91	8.70	5.22
EBITDAR / Cargos Fijos*	4.50	8.51	8.43	8.16	7.10	3.70
EBITDA -Inv.Act.F/Gasto Financ(x)	23.65	25.69	10.56	11.31	5.53	5.22
Deuda Financ Total /EBITDAR (x)	0.25	0.38	0.58	0.98	1.60	1.83
Deuda Financ Neta /EBITDAR (x)	-0.32	-0.61	-0.41	-0.36	0.09	-0.32
Deuda Financ Total /FFO (x)	0.39	0.53	0.84	1.43	2.47	3.19
Flujo Caja Libre/ Deuda Financ Total	-76.60%	18.92%	-23.25%	1.40%	-17.86%	280.10%
Deuda Financ Total / Capitalización	9.41%	11.53%	14.42%	26.46%	33.97%	33.77%
Deuda Relacionada / Pasivo Total	10.65%	8.12%	0.14%	0.09%	0.09%	0.08%
Deuda Financ Total / Pasivo Total	14.12%	14.54%	17.55%	30.50%	47.10%	42.33%
Pasivo Total / Patrimonio (x)	0.74	0.90	0.96	1.18	1.09	1.20
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	0.82	0.99	1.05	1.27	1.15	1.39
Pasivo Total ajustado leasing + Contingente /Patrimonio	0.82	0.99	1.04	1.53	1.98	2.25

* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

Históricamente, ASSA ha mantenido bajos niveles de apalancamiento financiero, sin embargo muestra una tendencia persistente al alza desde el 2007 para financiar activos fijos y dividendos principalmente. Las ventas de cartera con recurso también constituyen un contingente para la empresa, y éstas crecieron significativamente en 2009.

El comportamiento ascendente en el apalancamiento (pasivo total frente a patrimonio), en efecto proviene del incremento de la deuda en una proporción mayor al patrimonio. El indicador de endeudamiento sobre patrimonio tangible se presiona aún más debido a que aumentan las cuentas por cobrar con relacionadas que en situaciones de estrés no representarían un activo de fácil y/o pronta efectivización.

El patrimonio tangible se calcula restándole al patrimonio: activos diferidos, intangibles, inversiones en empresas vinculadas y préstamos a relacionadas (1.15 en dic-09 y 1.39 en ene-10). Sensibilizando a un nivel extremo la posición patrimonial de la empresa, al añadir al pasivo los contingentes, es decir la cartera vendida con recurso a la fecha de análisis, la relación de endeudamiento sobre patrimonio tangible muestra niveles muy altos como se puede apreciar en el cuadro anterior. Para el análisis de esta relación hemos considerado la calidad de la cartera vendida que es la primera fuente de repago del fondeo, las políticas de originación de la cartera, los términos del contrato de compraventa y del recurso y el comportamiento histórico de la cartera vendida en relación a los porcentajes que de ella han tenido que ser asumidos por ASSA. De la cartera vendida en el 2009, 0.35% tuvo que ser asumido por ASSA, por lo tanto consideramos que al menos un 99% de la cartera vendida será cancelada con su primera fuente de repago.

El retorno que genera la gestión es interesante para los accionistas y suficiente para mantener un nivel patrimonial saludable, lo cual en última instancia depende de las decisiones que toman los accionistas cada año en torno al reparto de dividendos. En el año 2009, se repartió el 90% de las utilidades generadas en el 2008, mientras que según las proyecciones en el 2010 se espera repartir el 51% de las utilidades generadas en el 2009.

⁴ ASSA tiene participación de 50%.

Históricamente, la capitalización de la empresa ha provenido en su mayor parte de recursos patrimoniales de los accionistas a través de los resultados; desde el 2007, la deuda financiera ha venido incrementando su participación en la capitalización hasta llegar al 34% en el 2009.

En todo caso, frente a la calificación original el riesgo económico de la empresa es ahora mayor; considerando lo anterior y aunque los resguardos establecidos en las escrituras de constitución de las emisiones en circulación y la circular de oferta pública del papel comercial se han incumplido por más de un trimestre consecutivo, estimamos que los niveles de endeudamiento de la empresa frente al patrimonio son todavía consistentes con la calificación otorgada. Mayor presión de los indicadores de endeudamiento pudiera influenciar una decisión de calificación hacia la baja.

ASSA cuenta con tres fuentes principales de fondeo: mercado de valores, bancos y proveedores; siendo esta última la más importante.

Principales fuentes de financiamiento	Dic-08	Dic-09	Ene-10
Bancos	12.8%	8.9%	12.6%
Mercado de Valores	17.6%	38.1%	29.7%
Proveedores	41.3%	22.0%	32.4%

La deuda con costo (incluido leasing y mercado de valores) a dic-09 suma USD 6.42MM, con un 77.8% en el corto plazo. A ene-10, la deuda financiera suma USD 6.4MM y continúa siendo predominantemente de corto plazo. Desde 2009, con la colocación de papel comercial la estructura del pasivo se volvió de corto plazo, sin embargo dicho papel es revolvante y le permite a la empresa recurrir al mercado de valores con la frecuencia y flexibilidad que su operación necesita.

Las compras de vehículos a General Motors que realiza ASSA son financiadas en un 100% por GME, a través de Fiducia, con un convenio de cobro por medio de Produbanco. Dicha línea de crédito no tiene costo durante los primeros 30 días; a ene-10 es de USD 4.3MM para vehículos livianos y USD 1.2MM para pesados.

Ello reduce su necesidad de capital de trabajo y constituye una fuente de financiamiento natural para afrontar los desfases temporales entre la oferta y demanda local de vehículos.

La estructura actual del pasivo de ASSA mitiga el riesgo del entorno, pues el mercado de valores es una fuente estable, de plazo flexible para afrontar circunstancias adversas y aprovechar las oportunidades de mercado. Adicionalmente, ASSA históricamente 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, que a las fechas analizadas, representa alrededor del 5% del pasivo.

La única fuente de fortalecimiento patrimonial, son los resultados, luego del reparto de dividendos. A dic-09 suma USD 12.5MM y USD 12.6MM en ene-10. No se advierte una política establecida en cuanto a la distribución de resultados a los accionistas. retenidas.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICES	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Ene-10
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total*	100%	100%	113%	48%	80%	78%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financ Corto Pl* (x)	1.29	2.15	1.51	2.82	1.18	1.90
FFO/Intereses del periodo (FFO/interest cover) (x)	21.05	21.77	16.51	9.49	6.80	4.31
FFO/cargos fijos*	2.99	6.40	6.18	6.23	5.38	2.76
CFO/Intereses del periodo (CFO/interest cover) (x)	6.84	21.32	12.36	6.63	2.68	30.18
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.56	1.90	1.18	1.59	0.52	0.40
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.57	1.47	1.11	1.24	0.24	3.67
EBITDAR/Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	2.29	2.17	1.52	2.12	0.78	0.70
EBITDAR/Deuda Fin CP+gasto financ (x) anual*	2.13	2.02	1.43	1.81	0.72	0.62
EBITDAR/ Porc.Corr LP+gasto Fin (x) Anual*	4.50	8.51	8.43	3.11	5.33	4.43
Flujo Caja Libre / Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	-0.77	0.19	-0.23	0.03	-0.23	3.60

* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

Históricamente ASSA genera un EBITDA positivo saludable, lo cual se confirma a dic-09 y ene-10. La generación operativa cubre tanto los cargos fijos como el impuesto a la renta y los requerimientos de capital de trabajo, originados en mayores pasivos comerciales, inventarios y cuentas por cobrar a relacionadas de largo plazo. A dic-09, y en vista de la reducción de la deuda con proveedores, la liquidez de la empresa se aprieta aunque el CFO (el flujo de caja de operaciones) sigue siendo positivo pero no suficiente para pagar el total de la deuda de corto plazo. Por otro lado, la empresa requiere financiamiento adicional para pagar dividendos e inversiones en CAPEX; sin embargo, en enero, ASSA recupera el crédito de proveedores a más de que la variación de un mes de operación frente a dic-09 muestra pequeños requerimientos de capital de trabajo, incrementando temporalmente su liquidez a niveles inusuales. Se esperaría que los niveles de liquidez vayan regresando paulatinamente a los niveles históricos lo cual depende principalmente de la política de crédito de los proveedores, de las necesidades de inversión en CAPEX y de las políticas de reparto de dividendos. Actualmente ASSA dispone de un instrumento de financiamiento revolvante en el mercado de valores, adicionalmente ha sido un buen sujeto de crédito en el sistema financiero para refinanciar sus operaciones. En función de las circunstancias predecibles la empresa tendría la capacidad de honrar sus obligaciones en tiempo y forma de acuerdo a la estructura financiera actual.

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.

A ene-09, las emisiones en circulación representan el 17.8% de los activos libres de gravamen, lo que les da una cobertura de 6 veces.

Activos) (Enero, 2010)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravamen
Caja-Bancos	7,531.85		7,531.85
Cuentas por cobrar Comerciales	4,944.08		4,944.08
Cuentas por cobrar Otras	1,170.47		1,170.47
Inventarios	6,211.06		6,211.06
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	1,128.39		1,128.39
Cuentas por cobrar LP	2,077.69		2,077.69
Propiedades y Equipo	4,121.51	2,538.93	1,582.58
Inversiones de Largo Plazo	533.82		533.82
Otros Activos	44.55		44.55
TOTAL	27,763.42		25,224.49
MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)			4,500.10
PAPEL COMERCIAL			1,140.00
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			1,207.62
PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			2,152.47
EMISIONES / ACTIVOS GARANTÍA GENERAL			17.8%

Además de los de ley, ASSA se ha comprometido a mantener los siguientes resguardos –para todas sus obligaciones con el mercado de valores–:

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

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

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

Resguardos	2005	2006	2007	2008	2009	Ene-10
Pasivo Total/Patrimonio Total (< 1)	0.74	0.90	0.96	1.18	1.09	1.20
Activo Corriente/Pasivo Corriente (> 1.4)	1.50	1.64	1.44	1.73	1.64	1.45
Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo > 1	1.57	1.47	1.11	1.24	0.24	3.67

Como se ha mencionado antes, en los períodos analizados ASSA no está cumpliendo el resguardo de endeudamiento; adicionalmente a dic-09 también incumple el resguardo referente al flujo de caja, que no llega a uno, esto se debe a la contratación de nuevas obligaciones financieras de corto plazo, y a la necesidad de financiar capital de trabajo por la reducción de la deuda con proveedores. En jul-09, dicho indicador era - 0.95.

De acuerdo a lo estipulado, ASSA dispone de un trimestre para ajustarse, por tanto en este punto hay incumplimiento en cuanto a los niveles de endeudamiento.

COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION

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

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

El papel comercial salió por primera vez en julio de 2009, a ene-10 están en circulación USD 1.140M

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	Dic-09	Ene-10	Dic-10	Dic-11
RESULTADOS								
Ventas	50,775	53,410	56,746	75,270	74,145	5,658	73,491	69,816
% crecimiento	29.0%	5.2%	6.2%	32.6%	-1.5%	-8.4%	-0.9%	-5.0%
MARGEN BRUTO (%)	12%	12%	11%	13%	13%	11%	12%	12%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,336	3,291	3,081	4,213	3,903	264	3,577	3,537
MARGEN EBITDA (%)	6.6%	6.2%	5.4%	5.6%	5.3%	4.7%	4.9%	5.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,336	3,291	3,081	4,213	3,903	264	3,577	3,537
MARGEN EBITDAR (%)	6.6%	6.2%	5.4%	5.6%	5.3%	4.7%	4.9%	5.1%
Cuota leasing del período	785	298	247	185	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	199	128	170	495	457	43	123	164
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,137	3,163	2,911	3,718	3,446	221	3,454	3,373
Gasto Financiero del período	-130	-124	-148	-354	-449	-51	-449	-380
Impuestos a la renta	-600	-592	-638	-855	-853	-46	-826	-798
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	14.7%	10.4%	9.0%	11.4%	8.4%	9.5%	10.6%	22.7%
UTILIDAD NETA	1,799	2,245	1,983	2,218	2,560	138	2,477	2,395
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.8%	22.2%	18.1%	18.9%	21.0%	13.2%	18.9%	17.3%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.3%	12.2%	9.3%	9.1%	9.8%	6.2%	10.1%	10.6%
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	2,565	2,628	258	2,600	2,559
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,006	-572	-146	-657	-1,397	1,360	802	140
Inversión en Activos Fijos	989	1,801	2,007	1,908	1,231	1,618	3,403	2,699
Otras Inversiones, Neto	-262	-105	-1,518	-212	-1,424	0	-37	-23
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	515	180	-36	0	652	974	7	0
Variación Neta de Deuda Financiera	1,242	1,876	453	1,697	459	2,592	3,373	2,676
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	217	263	644	2,650	1,733	-1,054	-4,126	-653
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-1,399	-1,619	-900	-1,785	-1,996	-43	-1,308	-2,029
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	60	520	197	2,562	196	1,495	-2,061	-6
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)								
EBITDA OPERATIVO	3,336	3,291	3,081	4,213	3,903	264	3,577	3,537
(-) Gasto Financiero del período	-130	-124	-148	-354	-449	-51	-449	-380
(-) Impuesto a la renta del período	-600	-592	-638	-855	-853	-46	-826	-798
(-) 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	2,601	168	2,302	2,359
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,006	-572	-146	-657	-1,397	1,360	802	140
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,600	2,003	2,149	2,347	1,204	1,528	3,105	2,499
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	77	1,158	62	298	200
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-608	-202	-142	-369	-743	-48	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,399	-1,619	-900	-1,785	-1,996	-43	-1,308	-2,029
(-) Inversión en Acciones	-110	180	-40	0	652	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-262	-105	-1,518	-212	-1,424	0	-37	-23
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-779	257	-451	60	-1,148	1,499	2,058	647
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	3.15%	3.75%	3.79%	3.12%	1.62%	27.00%	4.22%	3.58%
Cuota leasing del período	785	298	247	185	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4,121	3,589	3,328	4,398	3,903	264	3,577	3,537
BALANCE								
Caja e Inversiones Corrientes	2,322	3,561	3,300	5,864	6,061	7,532	4,000	4,000
Activos Totales	16,657	20,138	22,540	26,009	26,149	27,763	22,971	22,071
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	1,017	1,358	1,938	1,893	5,005	4,997	2,048	1,300
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	2,400	1,425	1,425	0	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	6,430	6,422	2,048	1,300
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,791	10,417	11,500	11,934	12,497	12,593	13,666	14,031
Capitalización ****	10,808	11,775	13,438	16,227	18,928	19,015	15,714	15,332
Pasivos contingente	0	0	0	2,843	9,956	9,406	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	1,287	1,241	2,539	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	24,908	25,225	22,971	22,071
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	2,474	5,199	4,500	736	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	10	5	6	31	0
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,326	16,110	18,032	19,777	19,926	20,180	18,377	17,657

(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	Dic-09	Ene-10	Dic-10	Dic-11
INDICADORES FINANCIEROS								
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	25.66	26.54	20.82	11.91	8.70	5.22	7.97	9.31
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	23.65	25.69	10.56	11.31	5.53	5.22	7.88	9.25
(EBITDA - Inversiones) / Gasto Financiero del período (x)	27.61	27.15	10.32	11.31	6.98	24.46	7.90	9.25
EBITDAR / Cargos Fijos (intereses y cuota leasing del período)	4.50	8.51	8.43	8.16	7.10	3.70	7.97	9.31
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	0.25	0.38	0.58	0.98	1.60	1.93	0.57	0.37
Deuda Financiera Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	0.25	0.38	0.58	1.62	4.08	4.50	0.57	0.37
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	-32%	-61%	-41%	-36%	9%	-32%	-55%	-76%
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FFO (x)	39.03%	52.74%	84.44%	142.90%	247.22%	319.40%	88.95%	55.11%
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) + Contingentes / FFO (x)	39.03%	52.74%	84.44%	237.53%	629.99%	787.21%	88.95%	55.11%
(FCF) Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Total (ajustada al leasing si es el caso) (%)	-76.60%	18.92%	-23.25%	1.40%	-17.86%	280.10%	100.48%	49.78%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	0.09	0.12	0.14	0.26	0.34	0.34	0.13	0.08
Deuda Relacionada/ Pasivo Total (%)	0.11	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	0.14	0.15	0.18	0.31	0.47	0.42	0.22	0.16
Pasivo Total NOajust.leasing/ Patrimonio (x)	0.74	0.90	0.96	1.18	1.09	1.20	0.68	0.57
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	0.77	0.94	1.00	1.19	1.14	1.38	0.70	0.58
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	0.74	0.90	0.96	1.18	1.09	1.20	0.68	0.57
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio Tangible	0.82	0.99	1.05	1.27	1.15	1.39	0.70	0.58
Pasivo Total ajustado leasing + Contingente/ Patrimonio Tangible	0.82	0.99	1.04	1.53	1.98	2.25	0.70	0.58
LIQUIDEZ								
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	177.19%	121.92%	112.75%	48.41%	79.67%	78.25%	100.00%	100.00%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	128.85%	215.08%	151.03%	282.16%	118.30%	149.88%	195.33%	307.68%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	2104.62%	2176.61%	1650.68%	949.02%	679.88%	431.00%	612.76%	720.75%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	299.00%	640.09%	618.48%	623.26%	538.37%	275.59%	612.76%	720.75%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1230.77%	1615.32%	1452.03%	663.34%	268.46%	3018.07%	691.49%	657.72%
CFO / cargos fijos	174.85%	475.03%	544.05%	435.65%	212.58%	1929.81%	691.49%	657.72%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.56	1.90	1.18	1.59	0.52	0.40	1.12	1.81
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.57	1.47	1.11	1.24	0.24	3.67	1.52	1.92
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	3.44	13.83	12.82		
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	2.68	6.40	116.91		
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	2.29	2.17	1.52	2.12	0.78	0.70	1.75	2.72
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	2.13	2.02	1.43	1.81	0.72	0.62	1.43	2.11
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	4.50	8.51	8.43	3.11	5.33	4.43	7.97	9.31
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.77	0.19	-0.23	0.03	-0.23	3.60	1.00	0.50
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-	0.07	-6.11	114.71		
OTROS INDICES								
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3,434	5,716	4,714	8,043	7,337	5,829	7,190	7,965
Liquidez Acida (x)	1.14	1.16	1.14	1.31	1.16	1.05	1.25	1.45
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.08	1.10	1.08	1.28	1.11	1.09	1.18	1.36
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.43	1.57	1.39	1.35	1.38	1.24	1.70	1.90
Patrimonio / Activo Total (x)	0.59	0.52	0.51	0.46	0.48	0.45	0.59	0.64
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	6	6	5	7	9	9	9	9
Días de cuentas por cobrar	59	59	70	52	42	42	41	41
Rotación de inventarios (x)	17	11	16	14	12	10	13	13
Días de inventarios	21	33	23	26	31	37	28	27
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	9	9	11	22	12	20	20
Días de cuentas por pagar	23	38	41	32	17	29	18	18
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS COMER. FINANCIERAS	15	9	9	11	22	12	20	20
Días de cuentas por pagar	23	38	41	32	17	29	18	18
Rotación Capital de Trabajo	13	8	11	8	9	10	9	8
Días de Capital de Trabajo	28	44	34	44	41	35	40	47
Días de Ciclo de Operación	-28	-10	-18	-2	-15	-22	-11	-4
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