

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		600	675
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	550,000	366,667	146,667	36,667
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 concesionario de la marca Chevrolet en la zona Centro del Ecuador (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: Octubre 1, 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Julio 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	120,000	56,000	48,000	16,000
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
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	160,000	120,000	56,000	24,000
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

Consideramos que ASSA mantiene su capacidad para honrar sus pasivos en tiempo y forma y que los indicadores de endeudamiento y liquidez regresarán a los niveles históricos en el mediano plazo.

El Comité de calificación de BWR, decidió 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 otorgada a las emisiones en circulación de ASSA recoge la calidad de la administración, el posicionamiento de la empresa en el mercado y la calidad de su gestión operativa, la misma que se considera sostenible en el tiempo.

La estructura financiera de ASSA se ha visto presionada en el último tiempo debido al crecimiento del apalancamiento tanto en relación al patrimonio como y principalmente en relación a la generación de la empresa. El aumento de la deuda financia la expansión del negocio y las necesidades financieras del grupo económico.

El endeudamiento ha aumentado de forma importante a través de la venta de cartera con recurso. Este mecanismo ha mostrado ser positivo ya que por el comportamiento de la cartera, ésta ha representado la primera fuente de repago de la deuda adquirida casi en su totalidad.

La liquidez que también se ha apretado en relación a lo histórico, está respaldada por fondos disponibles e inversiones temporales, lo cual mitiga el riesgo de refinanciamiento. Dicho riesgo también se reduce por la capacidad económica de los accionistas principales quienes respaldan a la empresa especialmente a través de garantías personales, lo cual les da acceso a financiamiento en el sistema financiero.

Se espera que en lo que resta del año, los requerimientos para financiar capital de trabajo se reduzcan por las gestiones que está realizando la empresa en tres áreas: 1) liquidación de cuentas por cobrar en relación a autos usados; 2) respetar el límite impuesto por sus políticas en relación al financiamiento directo de clientes; 3) vender la cartera “sin recurso”, de acuerdo a posibilidades concretas surgidas en el último mes.

Adicionalmente se espera obtener flujo a través de la recuperación de cuentas por cobrar a relacionadas y no se espera salida de recursos en este sentido.

CORPORATIVO

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.
- 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 y para la transferencia de flujos hacia relacionadas.
- Tendencia creciente de la cartera morosa.

AMENAZAS

- Fuerte competencia de otras marcas en el sector.
- Ventas dependientes de 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, reduciendo las alternativas de financiamiento para clientes.
- Arancel escalonado para automotores, en función del precio.
- Ingreso de nuevas marcas asiáticas al mercado.
- Entorno macroeconómico incierto.

DESCRIPCION DEL EMISOR

Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) se crea en Ambato en el año 1960. . 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.

ESTRUCTURA

EMPRESAS SUBSIDIARIAS E INVERSIONES EN ACCIONES

ASSA mantiene inversiones en las siguientes empresas:

Empresas Vinculadas por Propiedad	Actividad	V.Libros	% Participación accionaria
Ecuatrán	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 32 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 de comercialización de neumáticos.

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.

En el mes de junio de 2010 los accionistas contrataron un Gerente General independiente para el manejo de la empresa, cargo que desde el inicio fue ocupado por un miembro de la familia de los accionistas mayoritarios. Entre sus funciones está la elaboración e implementación de políticas especialmente en cuanto al manejo de las relaciones y flujos con las empresas relacionadas. La transición del cargo se está realizando con el apoyo del Gerente General anterior quien permanecerá en la empresa como Asesor.

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. 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 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). El proceso incluye revisar datos en central de Riesgos y con la información de los Bureos de crédito, así como verificar telefónicamente los datos pertinentes. Dados los niveles de crédito directos actuales, este proceso está a cargo del departamento de Finanzas y Seguros.

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 40% de entrada, a 24 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.

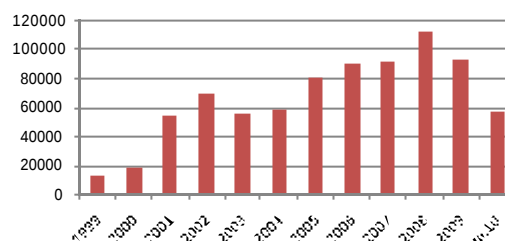
RIESGO SECTORIAL

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 de combustibles crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es 10% anual.

**Demanda de vehículos
1999 - 2010**



Fuente: AEADE y Casabaca

El mercado automotor se mantuvo dinámico en 2009, pese a los elementos exógenos¹ que lo afectaron. En unidades, se colocaron 92.764 nuevos vehículos, lo que representa el 82.3% 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. La caída real fue del 17.7%.

En este mercado, la demanda persiste, en 2010, el nivel de ventas de vehículos nuevos a junio representa el 61.8% de las del año pasado, y de acuerdo a las proyecciones podrían llegar a superar las ventas de 2008. El automotor es un mercado estacionario y el último trimestre suele acumular los mayores niveles de ventas, de manera que las expectativas actuales podrían verse superadas.

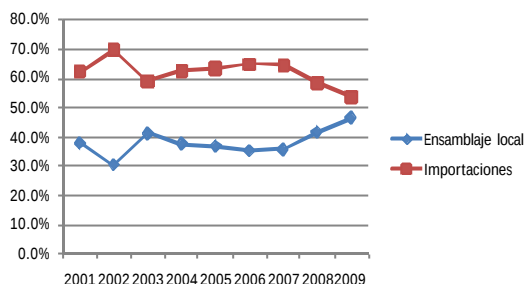
El comportamiento de este mercado está estrechamente ligado a la disponibilidad de líneas de crédito. Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el

¹ 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.

En el segundo semestre de 2009 se dio de baja el sistema de cupos y se estableció una normativa arancelaria adicional (el recargo arancelario fue 12%, se está desgravando) para ciertos ítems.

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.

Origen Vehículos



Fuente: AEADE

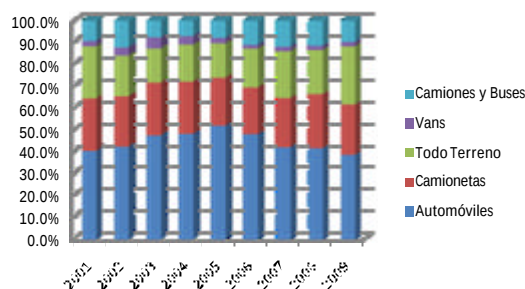
El país no tiene una industria automotriz autosuficiente, tradicionalmente, la mayor parte de los vehículos comercializados localmente son importados, sin embargo desde el año 2007 la participación de los de ensamblaje local ha mantenido una tendencia creciente; para 2009, el 53.6% de los vehículos vendidos en Ecuador son importados.

La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importado) lo que promueve exigencias de servicios postventa. Un tema común entre los empresarios del sector automotor es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente; rubro que ha incrementado su participación en los ingresos por ventas y que de persistir la tendencia a futuro pasara a ser la principal fuente generadora de 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.

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento más importante es el de automóviles (38.7%); mientras el de vehículos todo terreno fue el único que creció (en 8.9%) durante 2009.

Mercado por tipo de vehículo



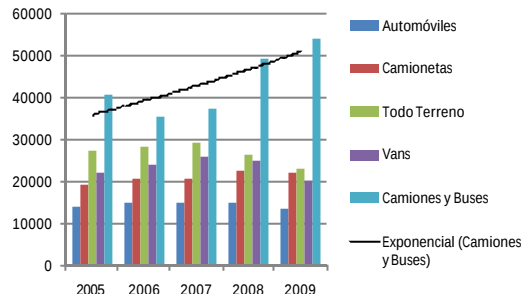
Fuente: AEADE

Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos se concentran en la provincia de Pichincha (42.48% a dic-09).

Como respuesta a los cambios en el entorno de los últimos períodos, los vehículos más comerciales son los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento. Esto permitió que el precio promedio en casi todos los segmentos se redujera para 2009.

Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica.

Precio Promedio

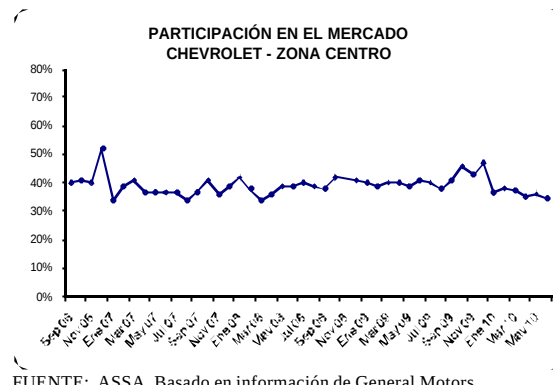
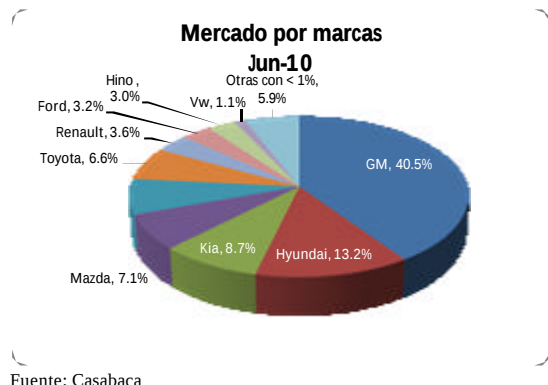


Fuente: AEADE

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

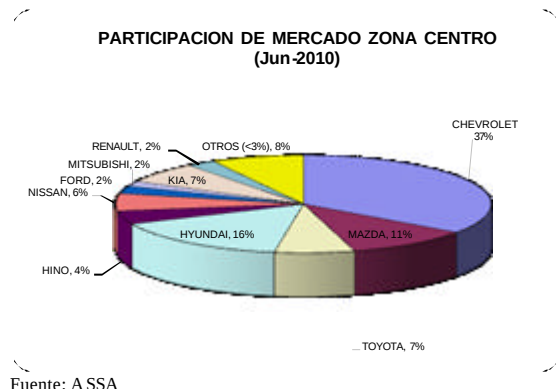
Históricamente, el mercado automotor ecuatoriano ha estado concentrado: la marca dominante es GM, que a jun-10 mantiene una participación superior al 40%; sin embargo, en los últimos años el sector ha observado la entrada de diversas marcas. La mayoría disponen de una estrategia de precios y compiten en segmentos similares.

² AEADE, Anuario 2009.



POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

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



La Empresa tiene exclusividad para la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). Las ventas de ASSA representan el 10% de las ventas totales de la Marca a nivel nacional. En 2009, ASSA colocó 3.613 vehículos nuevos (entre automóviles y flotas) y a jul-10 2.304.

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 214 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.

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.

GESTION OPERATIVA

Presentación de Cuentas:

La empresa se encuentra en proceso de implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera. Al mes de julio 2010 los estados financieros aun no se presentan bajo estas normas contables. Se esperaría que en el siguiente seguimiento los estados financieros se preparen bajo norma NIIF.

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por el auditor externo PriceWaterhouseCoopers para los años 2008 y 2009. Además, estados financieros interinos con corte a julio 2010.

La principal línea de negocios de ASSA la constituyen vehículos, seguida –a una amplia distancia– por la línea de repuestos:

Ingresos por Línea de Negocios	2007	%	2008	%	2009	%	Jul.10	%
Vehículos Nuevos	50,916	90.2%	68,502	91.4%	67,212	90.1%	45,770	90.4%
Vehículos Usados		0.0%	355	0.5%	489	0.7%	295	0.6%
Repuestos	3,927	7.0%	4,248	5.7%	4,909	6.6%	3,287	6.5%
Talleres	1,634	2.9%	1,809	2.4%	1,970	2.6%	1,289	2.5%

Participación en Unidades Vendidas			
Tipo Vehículo	2008	2009	Jul-10
Vehículos Nuevos	87.6%	86.8%	87.1%
Vehículos Usados	12.4%	13.2%	12.9%
P.Venta Promedio	16,039	14,912	14,912
Margen bruto	12.5%	13.1%	11.9%

ASSA continúa generando resultados positivos. A jul-10 la utilidad bruta equivale al 62% del resultado antes de la participación de empleados e impuestos del año pasado. Dicha cifra se originó en el negocio principal, de manera que es de buena calidad y recurrente.

La utilidad neta llega a alrededor de USD 1.6MM en jul-10 y anualizada muestra un crecimiento esperado del 9%. Sin embargo, debido a la estacionalidad del mercado se esperan los mayores niveles de ventas para el cuarto trimestre del año, lo que podría mejorar el resultado neto.

A jul-10, ASSA tiene ingresos por ventas y servicios de USD 50MM, el 68.2% de lo alcanzado en 2009. Por línea de negocio, la sección de vehículos nuevos representa el 90.4% del volumen de ingresos. Si las

tendencias de las ventas se mantienen como hasta julio-10, las ventas al final del año mostrarán un crecimiento de al menos 17.2%.

El margen bruto a dic-09 fue de alrededor de 13% y de 12.9% en jul-10. Este margen muestra ser relativamente estable. Respecto del seguimiento anterior, ya se observa una mejora en el nivel del margen (en concordancia con el desempeño de las ventas).

El margen operativo a julio-10 es de 9.8% sobre las ventas, superior al promedio histórico de 6%. El negocio de financiamiento (intereses ganados) aporta alrededor del 18% del resultado operativo de la empresa.

La empresa realiza una adecuada gestión operativa, con un desempeño de ventas superior a la media de concesionarios chevrolet (y de otras marcas).

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	Jul.10
ASSA	3027	3156	4219	3613	2304
Promedio	3027.50	3070.33	3357.50	3408.60	3224.50
% crecimiento	0.0%	4.3%	33.7%	46.8%	9.3%

El grueso de los egresos operacionales de ASSA lo constituyen los de comercialización, en concordancia con la naturaleza de su negocio principal. En relación al nivel de ventas, los gastos administrativos a jul-10 representan el 1% y los de comercialización el 6.6%.

Dentro de la estructura de gastos, el componente más importante es el gasto 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.

ASSA a jul-10 tiene gastos financieros por USD 318M, rubro que mantiene una participación inferior al 1% de los ingresos por ventas y servicios. Desde el año 2008, se observa que los gastos financieros crecen en relación a las ventas debido a un incremento de la deuda financiera. El costo promedio de financiamiento se mantiene en 10%, costo superior al del 2009 pero inferior al del 2008.

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.

Históricamente, la empresa mantiene indicadores de rentabilidad estables.

INDICES	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Jul-10
ROE	18.76%	22.22%	18.10%	18.93%	20.64%	21.66%
ROA	11.28%	12.20%	9.29%	9.14%	9.77%	10.41%
Utilidad Neta/Ventas	3.54%	4.20%	3.49%	2.95%	3.37%	3.13%

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

PRINCIPALES INDICADORES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Jul-10
Capital de Trabajo (AC - PC)	4,991	4,186	5,827	5,145	8,043	7,601	7,845
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.43	1.35	1.37	1.26
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.51	0.46	0.49	0.46
Rotación Cx Cobrar comerciales (x)	7	6	6	5	7	9	10
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	16	14	16	12
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9	11	22	14
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	10	8	9	10

(x) = número de veces

Durante 2010, el volumen de activos de ASSA creció en respuesta al comportamiento del mercado, la cartera comercial, los inventarios y las cuentas por cobrar a relacionadas, son las cuentas más dinámicas.

A jul-10, las cuentas por cobrar representan el 36.2% del activo, le siguen en importancia los inventarios (23.7%), mostrando dicho rubro un comportamiento creciente, que se explica por la decisión de la empresa de mantener la disponibilidad de unidades para no perder ventas.

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, o financiamiento de instituciones financieras.

ASSA mantenía un promedio de USD 7 millones dedicados a esta actividad. La necesidad de la empresa de financiar directamente a sus clientes cobra importancia cuando la oferta de crédito en el mercado se reduce. Actualmente, han decidido limitar al mínimo el financiamiento directo.

La cartera de crédito neta a jul-10 tiene un saldo de USD 9.8MM. 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 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-10, las ventas de cartera fueron de USD 9.4MM, 84.3% de la cual fue con recurso.

A jul-10, el 88.3% de la cartera está vigente, y el 21.9% de ella tiene plazos superiores a 360 días. Por otra parte, la cartera vencida de la empresa se concentra especialmente en el período de 0 a 60 días (88.3%); el 2.3% 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-10 es 11.7%, con provisiones de cartera suman USD 327M; lo que le deja una cobertura de 27.7%, equivalente a 0.3 veces. Sin embargo, la cobertura de la cartera vencida superior a 360 días es de 1.41 veces.

Hace parte de las cuentas comerciales el inventario de vehículos usados que se recibe como parte de la cuota de entrada en la venta de vehículos nuevos y cuya venta es intermediada por ASSA (USD 295MM).



Los inventarios son el segundo rubro en importancia del activo, suman USD 6.4MM en jul-10. Desde diciembre de 2008, la cuenta empezó a incrementarse, con el fin de minimizar el riesgo de no disponibilidad frente a potenciales clientes. El 80.7% del rubro corresponde a vehículos (entre livianos y pesados) y el 14.3% a repuestos, entre los más importantes.

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 son una parte importante del activo, a jul-10 representan el 15.9% del total se componen principalmente de los terrenos, edificios y bienes muebles utilizados para el negocio.

ASSA mantiene cuentas por cobrar con compañías relacionadas por accionistas, en 2009 fueron de USD 1.3MM y a jul-10 llegaron a USD 1.6MM.

Un rubro importante que hay que destacar dentro de los activos es la caja e inversiones que maneja la empresa, estos representan aproximadamente un 23% de los activos totales en el 2008 y 2009, y se reducen al 13% en el 2010. Constituyen una reserva de liquidez para la empresa.

ENDEUDAMIENTO

INDICES	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Jul-10
Deuda Financ Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x)	0.25	0.38	0.58	1.62	3.34	2.53
Deuda Total aj/contingentes/EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.75	2.60	3.32	3.85	4.72	4.45
Deuda Total aj sin contingentes/EBITDA o EBITDAR anual	1.75	2.60	3.32	3.20	2.65	2.68
Deuda Total aj sin conting NETA/EBITDA o EBITDAR anual	1.18	1.61	2.33	1.87	1.47	2.18
Deuda Total aj + conting NETA/EBITDA o EBITDAR (x) anual	1.18	1.61	2.33	2.51	3.51	3.75
Deuda Financ Total / Capitalización	9.41%	11.53%	14.42%	26.46%	33.74%	26.70%
Deuda Relacionada / Pasivo Total	16.44%	13.42%	4.04%	1.06%	10.29%	11.25%
Pasivo Total ajustado leasing/Pat Tangible	0.82	0.99	1.05	1.27	1.25	1.46
Pas Total ajustado leasing + Contingente /Pat. Tangible	0.82	0.99	1.04	1.53	2.20	2.28
Deuda financ total aj con conting/patrimonio tangible		0.15	0.20	0.66	1.56	1.29

Históricamente, ASSA ha mantenido bajos niveles de apalancamiento financiero, sin embargo muestra una tendencia persistente al alza desde el 2007. Tradicionalmente, la capitalización de la empresa provenía en su mayor parte de recursos patrimoniales de los accionistas a través de los resultados; desde el 2008, la participación de la deuda en la capitalización ha venido creciendo. A jul-10, la deuda financiera representa el 26.7% de la capitalización.

El incremento de la deuda ha servido para financiar activos fijos propios y de relacionadas, y dividendos principalmente. En lo que va del año 2010, la necesidad de capital de trabajo también ha aumentado por el incremento de las ventas y la necesidad de financiar cartera relacionada a ese crecimiento.

El cambio de financiamiento de inventarios a través de otra institución y otra modalidad, contribuyó adicionalmente a presionar la necesidad de capital de trabajo en los primeros cinco meses del año 2010.

El principal mecanismo de endeudamiento adicional, lo constituyen las ventas de cartera, parte de la cual es con recurso, porción que representa un contingente para la empresa.

El cuadro anterior muestra que los indicadores de endeudamiento tienden a presionarse especialmente desde el año 2009 y principalmente en relación a la generación de la empresa medida por el EBITDA. Considerando la deuda neta, es decir restando los recursos disponibles en caja y bancos, que son importantes, los indicadores se fortalecen pero en relación a años anteriores siguen apretados.

El apalancamiento sobre el patrimonio tangible se presiona adicionalmente por el incremento de cuentas por cobrar a relacionadas que según nuestra metodología ajusta el patrimonio tangible.

ASSA cuenta con tres fuentes principales de fondeo: mercado de valores, bancos y proveedores; siendo esta última la más importante. La estructura de fondeo actual le otorga mayor flexibilidad para afrontar períodos más restrictivos. Cabe destacar que la estructura del pasivo ha mejorado en los últimos años.

Principales fuentes de financiamiento	Dic-08	Dic-09	Jul-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 jul-10 suma USD 4.7MM, con un 47.2% en el corto plazo.

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 jul-10 es de USD 4.3MM para vehículos livianos y USD 1.2MM para pesados. Este financiamiento ha cubierto adecuadamente el crecimiento de los inventarios en lo que va del año aún cuando ha incrementado el costo financiero.

Otro pasivo importante a largo plazo es la provisión para jubilación, determinada con base en cálculos actuariales, que a la fecha analizada, representa alrededor del 5% del pasivo. Se estima que esta provisión es adecuada en relación a lo requerido.

Se espera que en lo que resta del año, los requerimientos para financiar capital de trabajo se reduzcan por las gestiones que está realizando la empresa en tres áreas: 1) liquidación de cuentas por cobrar en relación a autos usados; 2) respetar el límite impuesto por sus políticas en relación al financiamiento directo de clientes; 3) vender la cartera "sin recurso", de acuerdo a posibilidades concretas surgidas en el último mes.

Por otro lado, en el primer trimestre del próximo año se espera cobrar una cuenta a relacionados por una venta de activos. Esto implica la recuperación de flujos que salieron en el 2009, a través de dividendos, los cuales fueron mayores en este año que en años anteriores. De acuerdo a la administración se esperaría que los niveles de dividendos regresen a los históricos a partir de este año y que no se realicen transferencias a relacionadas.

Cualquier endeudamiento adicional estará relacionado al crecimiento del negocio.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICES	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Jul-10
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total*	100%	100%	113%	48%	69%	48%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financ Corto Pl* (x)	1.29	2.15	1.51	2.82	1.34	1.57
FFO/Intereses del periodo (FFO/interest cover) (x)	21.05	21.77	16.51	9.49	8.62	7.37
FFO/cargos fijos*	2.99	6.40	6.18	6.23	6.83	6.76
CFO/Intereses del periodo (CFO/interest cover) (x)	6.84	21.32	12.36	6.63	6.12	-0.05
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.56	1.90	1.18	1.59	0.80	1.58
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.57	1.47	1.11	1.24	0.64	-0.01
EBITDA/Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	2.29	2.17	1.52	2.12	1.11	2.24
EBITDA/Deuda Fin CP+gasto financ (x) anual*	2.13	2.02	1.43	1.81	1.01	1.80
EBITDA/ Porc.Corr LP+gasto Fin (x) Anual*	4.50	8.51	8.43	3.11	6.47	8.02
Flujo Caja Libre / Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	-0.77	0.19	-0.23	0.03	-0.19	-1.72

* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

A jul-10 el EBITDA de ASSA continúa siendo positivo y suficiente para cubrir el impuesto a la renta y gastos financieros; pero requiere de financiamiento adicional para cubrir la variación de capital de trabajo negativa que en lo que va del año ha sido muy importante. Los requerimientos de capital de trabajo resultan de financiar mayores cuentas por cobrar a corto y largo plazo, el anticipo de impuestos y otros rubros relacionados al ciclo del negocio y al incremento de las ventas. Como se menciona anteriormente, el aumento de inventarios tuvo financiamiento de proveedores.

De las necesidades mencionadas, el CFO en este año se vuelve negativo lo que implica que este debe ser financiado a través de terceros al igual que las necesidades de CAPEX y los dividendos de accionistas y las cuentas por cobrar a relacionadas (aprox. USD1.2M de flujo de caja libre negativo)

Las cifras al julio-10, muestran que el total de la deuda de corto plazo tendría que ser refinanciada (aproximadamente USD 2200) o cubierta con el saldo de caja y/o inversiones temporales.

La incorporación de deuda de largo plazo con el mercado de valores ha contribuido a mitigar el desfase de plazos entre activos y pasivos y el riesgo de refinanciamiento, al tratarse de una fuente estable de largo plazo y de plazos programados. Por otro lado, ASSA ha tenido acceso a líneas de crédito con IFI's sin dificultad y cuenta para el efecto con el apoyo de los accionistas a través de garantías.

Adicionalmente la empresa mantiene fondos disponibles en inversiones y caja, que representan 1.5 veces la deuda financiera de corto plazo, de hecho en septiembre USD 1MM provenientes de estos recursos fueron empleados en el ciclo de negocios. La empresa históricamente ha mantenido altos niveles de fondos líquidos e inversiones, incluso mayores a los que registra a la fecha de análisis.

Las políticas expuestas anteriormente en cuanto a financiamiento propio de clientes, liberación de recursos en autos usados y venta de cartera sin recurso, aflojarán las presiones de liquidez que hasta julio han caracterizado a la gestión.

■ 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.

Activos (Julio 2010)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravamen
Caja-Bancos	3,480.82		3,480.82
Cuentas por cobrar Comerciales	7,624.11		7,624.11
Cuentas por cobrar Otras	1,149.16		1,149.16
Inventarios	6,390.54	2,479.47	3,911.06
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	1,375.97		1,375.97
Cuentas por cobrar LP	2,082.01		2,082.01
Propiedades y Equipo	4,299.28	2,402.65	1,896.63
Inversiones de Largo Plazo	533.83		533.83
Otros Activos	51.18		51.18
TOTAL	26,986.89		22,104.77
MONTO TOTAL EN CIRCULACIÓN (USD Miles)			3,019.08
PAPEL COMERCIAL			600.00
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			1,106.03
PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES			1,313.05
EMISIONES / ACTIVOS GARANTÍA GENERAL			13.7%

A jul-10, las emisiones en circulación representan el 13.7% de los activos libres de gravamen, lo que les da una cobertura de 7 veces. Debe tomarse en cuenta sin embargo que la emisión de obligaciones tiene la misma prelación frente a los activos libres que el resto de pasivos sin garantía.

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	Jul-10
Pasivo Total/Patrimonio Total (< 1)	0.74	0.90	0.96	1.18	1.05	1.20	1.11
Activo Corriente/Pasivo Corriente (> 1.4)	1.50	1.64	1.44	1.73	1.74	1.45	1.62
Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo > 1	1.57	1.47	1.11	1.24	0.64	3.67	-0.01



ASSA no está cumpliendo el resguardo de endeudamiento, y a jul-10 también incumple el resguardo referente al flujo de caja. Los niveles actuales de endeudamiento presionan la liquidez de la empresa, pese al buen desempeño operativo del período. Se observa sin embargo que cuenta con la suficiente caja para cubrir los requerimientos de corto plazo.

De acuerdo a lo estipulado, ASSA dispone de un trimestre para ajustarse, de manera que frente al último seguimiento hay incumplimiento en este punto.

▪ **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 jul-10 están en circulación USD 600M.

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	Jul-10	Dic-10	Dic-11
RESULTADOS								
Ventas	50,775	53,410	56,746	75,270	74,634	50,911	73,491	69,816
% crecimiento	29.0%	5.2%	6.2%	32.6%	-0.8%	16.9%	-1.5%	-5.0%
MARGEN BRUTO (%)	12%	12%	11%	13%	13%	13%	12%	12%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,336	3,291	3,081	4,212	4,762	2,878	3,621	3,537
MARGEN EBITDA (%)	6.6%	6.2%	5.4%	5.6%	6.4%	5.7%	4.9%	5.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,336	3,291	3,081	4,212	4,762	2,878	3,621	3,537
MARGEN EBITDAR (%)	6.6%	6.2%	5.4%	5.6%	6.4%	5.7%	4.9%	5.1%
Cuota leasing del período	785	298	247	185	118	29	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	199	128	170	494	379	184	168	164
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,137	3,163	2,911	3,718	4,383	2,694	3,454	3,373
Gasto Financiero del período	-130	-124	-148	-354	-449	-318	-449	-380
Impuestos a la renta	-600	-592	-638	-855	-895	-532	-826	-798
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	14.7%	10.4%	9.0%	11.4%	8.4%	10.0%	10.7%	22.7%
UTILIDAD NETA	1,799	2,245	1,983	2,218	2,517	1,595	2,477	2,395
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.8%	22.2%	18.1%	18.9%	20.6%	21.7%	19.0%	17.3%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.3%	12.2%	9.3%	9.1%	9.8%	10.4%	10.2%	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	2,564	2,896	2,332	2,645	2,559
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,006	-572	-146	-657	-672	-2,045	78	140
Inversión en Activos Fijos	989	1,801	2,007	1,907	2,224	287	2,722	2,699
Otras Inversiones, Neto	-262	-105	-1,518	-212	-1,688	-410	-37	-23
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	515	180	-36	0	633	966	-82	0
Variación Neta de Deuda Financiera	1,242	1,876	453	1,695	1,168	843	2,603	2,676
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	217	263	644	2,650	852	-1,979	-3,245	-653
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-1,399	-1,619	-900	-1,785	-1,996	-1,265	-1,265	-2,029
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	14	442	261	2,855	-1,171	-2,668	-859	88
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)								
EBITDA OPERATIVO	3,336	3,291	3,081	4,212	4,762	2,878	3,621	3,537
(-) Gasto Financiero del período	-130	-124	-148	-354	-449	-318	-449	-380
(-) Impuesto a la renta del período	-600	-592	-638	-855	-895	-532	-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	3,003	3,418	2,028	2,347	2,359
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,006	-572	-146	-657	-672	-2,045	78	140
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,600	2,003	2,149	2,346	2,746	-17	2,424	2,499
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	77	220	26	298	200
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-608	-202	-142	-369	-742	-276	0	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1,399	-1,619	-900	-1,785	-1,996	-1,265	-1,265	-2,029
(-) Inversión en Acciones	-110	180	-40	0	633	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-262	-105	-1,518	-212	-1,688	556	-37	-23
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-825	179	-387	353	-2,023	-1,242	1,420	647
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	3.15%	3.75%	3.79%	3.12%	3.68%	-0.03%	3.30%	3.58%
Cuota leasing del período	785	298	247	185	118	29	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4,121	3,589	3,328	4,397	4,880	2,906	3,621	3,537
BALANCE								
Caja e Inversiones Corrientes	2,322	3,561	3,300	5,864	5,887	3,487	4,000	4,000
Activos Totales	16,657	20,138	22,540	26,009	25,519	26,987	22,990	22,091
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	1,017	1,358	1,938	1,893	4,286	2,197	2,048	1,300
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	2,400	2,055	2,431	0	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	29	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	1,017	1,358	1,938	4,293	6,341	4,656	2,048	1,300
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,791	10,417	11,500	11,934	12,454	12,784	13,666	14,031
Capitalización ****	10,808	11,775	13,438	16,227	18,796	17,440	15,714	15,332
Pasivos contingente	0	0	0	2,843	9,956	7,956	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	1,287	1,241	4,882	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	24,278	22,105	22,990	22,091
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	2,474	5,199	3,019	736	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	10	5	7	31	
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,326	16,110	18,032	19,777	19,422	17,684	18,392	17,673

(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	Jul-10	Dic-10	Dic-11
INDICADORES FINANCIEROS								
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	25.66	26.54	20.82	11.90	10.62	9.04	8.07	9.31
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	23.65	25.69	10.56	11.30	6.85	7.75	7.98	9.25
(EBITDA - Inversiones) / Gasto Financiero del período (x)	27.61	27.15	10.32	11.30	8.26	10.79	7.80	9.25
EBITDAR / Cargos Fijos (intereses y cuota leasing del período)	4.50	8.51	8.42	8.16	8.61	8.38	8.07	9.31
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	0.25	0.38	0.58	0.98	1.30	0.93	0.57	0.37
Deuda Financiera Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	0.25	0.38	0.58	1.62	3.34	2.53	0.57	0.37
Deuda Total ajustada+contingentes/EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.75	2.60	3.32	3.85	4.72	4.45	2.57	2.27
Deuda Total ajustada sin contingentes/ EBITDA o EBITDAR anual	1.75	2.60	3.32	3.20	2.68	2.86	2.57	2.27
Deuda Total ajustada sin contingentes/ EBITDA o EBITDAR anual	1.18	1.61	2.33	1.87	1.47	2.16	1.46	1.14
Deuda total ajustada con contingentes/NETA/EBITDA o EBITDAR (x) anual	1.18	1.61	2.33	2.51	3.51	3.75	1.46	1.14
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	-0.32	-0.61	-0.41	-0.36	0.09	0.23	-0.54	-0.76
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FFO (x)	0.39	0.53	0.84	1.43	1.86	1.34	0.87	0.55
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) + Contingentes / FFO (x)	0.39	0.53	0.84	2.38	4.77	3.63	0.87	0.55
(FCF) Flujo de Caja Libre/ Deuda Financiera Total (ajustada al leasing si es el caso) (%)	-81.12%	13.18%	-19.96%	8.22%	-31.91%	-45.72%	69.34%	49.78%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Capitalización (%)	9.41%	11.53%	14.42%	26.46%	33.74%	26.70%	13.03%	8.48%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	16.44%	13.42%	4.04%	1.06%	10.29%	11.25%	3.18%	2.50%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	14.12%	14.54%	17.55%	30.51%	48.54%	32.78%	22.01%	16.17%
Pasivo Total NOajust.leasing/ Patrimonio (x)	0.74	0.90	0.96	1.18	1.05	1.11	0.68	0.57
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	0.77	0.94	1.00	1.19	1.17	1.27	0.70	0.58
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	0.74	0.90	0.96	1.18	1.05	1.11	0.68	0.57
Pasivo Total ajustado leasing sin contingente/ Patrimonio Tangible	0.82	1.05	1.12	1.30	1.25	1.46	0.73	0.61
Pasivo Total ajustado leasing + Contingente/ Patrimonio Tangible	0.82	1.05	1.12	1.57	2.20	2.28	0.73	0.61
LIQUIDEZ								
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	177.19%	121.92%	112.75%	48.41%	69.45%	47.79%	100.00%	100.00%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	128.85%	215.08%	151.03%	282.16%	133.69%	156.69%	195.33%	307.68%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	2104.62%	2176.61%	1650.55%	948.62%	862.06%	737.04%	622.63%	720.75%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	299.00%	640.09%	618.44%	623.00%	682.63%	676.39%	622.63%	720.75%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1230.77%	1615.32%	1451.90%	662.94%	612.19%	-5.26%	539.97%	657.72%
CFO / cargos fijos	174.85%	475.03%	544.00%	435.38%	484.77%	-4.83%	539.97%	657.72%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.56	1.90	1.18	1.59	0.80	1.58	1.15	1.81
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.57	1.47	1.11	1.24	0.64	-0.01	1.18	1.92
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	3.43	18.18	74.60		
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	2.68	14.60	-0.62		
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	2.29	2.17	1.52	2.12	1.11	2.24	1.77	2.72
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	2.13	2.02	1.43	1.81	1.01	1.80	1.45	2.11
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	4.50	8.51	8.42	3.11	6.47	8.02	8.07	9.31
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.81	0.13	-0.20	0.19	-0.47	-0.97	0.69	0.50
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-	0.40	-10.76	-45.68		
OTROS INDICES								
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3,434	5,716	4,714	8,043	7,601	7,845	7,190	7,965
Liquidez Acida (x)	1.14	1.16	1.14	1.31	1.34	1.13	1.25	1.45
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.08	1.10	1.08	1.28	1.28	1.02	1.18	1.36
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.43	1.57	1.39	1.35	1.37	1.26	1.70	1.90
Patrimonio / Activo Total (x)	0.59	0.52	0.51	0.46	0.49	0.46	0.59	0.64
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	6	6	5	7	9	10	9	9
Días de cuentas por cobrar	59	59	70	52	42	38	41	41
Rotación de inventarios (x)	17	11	16	14	16	12	13	13
Días de inventarios	21	33	23	26	23	30	28	27
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	9	9	11	22	14	20	20
Días de cuentas por pagar	23	38	41	32	17	25	18	18
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS COMER. FINANCIERAS	15	9	9	11	22	14	20	20
Días de cuentas por pagar	23	38	41	32	17	25	18	18
Rotación Capital de Trabajo	13	8	11	8	9	10	9	8
Días de Capital de Trabajo	28	44	34	44	42	37	40	47
Días de Ciclo de Operación	-28	-10	-18	-2	-6	-9	-11	-4

(x) Índice expresado en número de veces