

Ecuador
Obligaciones Generales

PROAUTO C.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calificación Inicial
Primera Emisión de Obligaciones	AA-

Primera Emisión de Obligaciones:

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	PROAUTO C.A.
Monto:	USD 4'000.000,00
Clase A:	Tramo I: USD 2.5 MM Tramo II: USD 1.5 MM
Plazo de cada tramo:	1.440 días (4 años)
Cupón de Interés:	TPR + 3%
Periodicidad del reajuste:	Tasa reajutable cada 90 días
Pago de Interés:	Trimestral
Amortización:	Semestral
% Amortización Capital:	12.5%
Modalidad Cálculo Pago:	Capital e intereses Base 365/365
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Capital de trabajo, CAPEX, Sustitución pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.
Agente Colocador:	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.
Agente Pagador:	Banco de la Producción S.A.
Representante Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

Contactos

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

Ana Zurita R.
(593 2) 254 83 93
a.zurita@bankwatchratings.com

Perfil

PROAUTO C.A. es una compañía ecuatoriana dedicada a la comercialización y distribución de vehículos, llantas y repuestos de la rama automotriz liviana y pesada. Complementariamente, brinda al público el servicio de reparación o asistencia mecánica y actúa como concesionario autorizado de la marca Chevrolet en la ciudad de Quito, su principal zona de influencia.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

En base a los estados financieros auditados históricos (período 2004-2009) e internos al 31 de marzo del 2010, y demás información presentada por la Compañía, el Comité de Calificación de BankWatchRatings S.A. decidió otorgar la calificación de "AA-" a la primera emisión de obligaciones de PROAUTO C.A.. Esta calificación fue ratificada por el comité de calificación del 7 de julio de 2.010, quién conoció de los cambios en la cobertura de los valores con la garantía general.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación otorgada:

"Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de 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"

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican 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 incorpora los riesgos sistémicos que provienen de factores macroeconómicos tanto internos como externos y que afectan el riesgo crediticio de las empresas del sistema.

La calificación se fundamenta en el desempeño que ha mantenido la empresa al ser generadora de flujos positivos y resultados atractivos en los períodos de análisis. La Compañía cuenta con un buen posicionamiento en su principal nicho de mercado y ha mostrado estabilidad en sus resultados operativos. Si bien los resultados netos serán inferiores a los históricos como consecuencia de la desinversión en acciones principalmente, consideramos que la generación operativa es sostenible en el tiempo.

El apalancamiento de la empresa frente al EBITAR históricamente se ha mantenido alrededor del 2%, sin embargo durante este año se incrementará (alrededor del 5%) como consecuencia del cambio en la estructura del financiamiento del ciclo del negocio. El financiamiento de proveedores se cambia por el financiamiento de bancos a través de un fideicomiso. Esta línea de crédito es de corto plazo y revolvente para el financiamiento de inventarios.

FECHA COMITE: Mayo, 2010

FECHA ALCANCE: Julio, 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre, 2009 – Marzo 2010



El indicador antes mencionado se presiona desde este año adicionalmente por las nuevas inversiones en CAPEX las cuales requieren de financiamiento, el mismo que se realizará con parte de la emisión del caso y que se irá reduciendo en los plazos establecidos, mostrando una reducción gradual del apalancamiento.

La deuda total frente al patrimonio tangible también incrementa desde el 2010 por las razones antes expuestas y porque la empresa asume un contingente por cinco años al garantizar la deuda adquirida por los nuevos accionistas para la compra de las acciones de PROAUTO. Este indicador según las proyecciones se mantendría en niveles superiores al 2:1 hasta el 2011.

Las proyecciones contemplan el pago de dividendos requerido por los accionistas para la reducción de la deuda antes citada.

La liquidez de la empresa y su capacidad de pagar la deuda en el corto plazo se aprieta en el 2009, por las razones antes expuestas y porque la mayor parte de la deuda es de corto plazo. La emisión de obligaciones del caso, permitirá una reestructuración a largo plazo aliviando las presiones de liquidez.

A partir del 2011, la empresa generará flujos de caja que le permitiría cancelar la deuda de corto plazo en alrededor de un 25% cada año, la diferencia tendría que ser refinanciada. Cabe mencionar que con el esquema de financiamiento de los inventarios establecido a través del sistema financiero, el riesgo de refinanciamiento de una buena parte de la deuda se disminuye.

Por otro lado, la calidad y capacidad financiera de los accionistas de la empresa también permiten considerar que la empresa tendrá acceso al refinanciamiento de las obligaciones.

La calificación considera además los resguardos que el emisor se ha comprometido a mantener durante el tiempo de vigencia de la emisión. En lo que se refiere a apalancamiento se toma en cuenta el índice Pasivo+ leasing + contingente / patrimonio tangible y en cuanto a liquidez se considera el indicador Flujo de Caja Operativo + ingresos no operativos / Deuda Financiera de corto plazo.

El Comité de Calificación celebrado el 26 de Mayo del 2010 otorgó la calificación de AA- (Doble A menos) a la primera emisión de obligaciones de PROAUTO C.A. Con fecha 07 de Julio 2010, el Comité de Calificación ratificó dicha calificación luego de incluir como parte del activo pignorado al inventario de vehículos en garantía fiduciaria y confirmar que el activo susceptible de constituir la garantía general de la emisión mantiene un nivel de cobertura adecuado.

ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Soporte técnico y financiero de General Motors.
- Alianza estratégica con otros concesionarios Chevrolet.
- Programa CRM para gestionar la relación con sus clientes.

OPORTUNIDADES

- Posible crecimiento hacia nuevas zonas geográficas.
- Mercado de flotas en expansión.
- Demanda insatisfecha en comparación con otros mercados de Latinoamérica.
- Liquidez en el sistema financiero y disposición de las IFIS para otorgar crédito automotriz.

DEBILIDADES

- Ausencia de una estrategia de marketing en la rama de flotas.
- Pasivo total ajustado a arrendamiento mercantil y contingentes alto en relación al patrimonio tangible.
- Volatilidad del flujo generada por ingresos no operativos, los cuales son importantes para cubrir el pago de la deuda de corto plazo.

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.
- Arancel escalonado para automotores en función del precio.
- Incremento en el impuesto a la salida de capitales.
- Ingreso de nuevas marcas asiáticas al mercado.
- Lenta capacidad de reacción del proveedor frente a la falta de stock.

DESCRIPCION DEL EMISOR

PROAUTO fue constituida el 22 de agosto de 1989 en la ciudad de Quito dedicándose inicialmente a la importación de camiones Colmotores de Colombia.

En 1992 diversificó las líneas de su negocio hacia la comercialización de vehículos livianos, venta de repuestos y servicios de taller.

En julio de 1993 recibió la autorización de General Motors del Ecuador para comercializar la línea completa de vehículos Chevrolet en la provincia de Pichincha, constituyéndose en el primer concesionario que introdujo vehículos pesados de la marca Chevrolet en el mercado ecuatoriano. Al momento la línea de negocios de vehículos se encuentra categorizada en cuatro ramas principales: vehículos livianos, pesados, usados y flotas. De estas, la venta de flotas y vehículos livianos constituyen los segmentos más importantes del negocio y se colocan en su mayoría en clientes corporativos y gremios (Ejército, Policía Nacional).

La empresa cuenta actualmente con cuatro puntos de venta, cuatro talleres mecánicos, un taller de colisiones y un taller de camiones a diesel. Su agencia matriz y sus dos sucursales están localizadas en la ciudad de Quito. En el año 2006 la Institución consideró necesario la apertura de una nueva sucursal en Cayambe.



PROAUTO está asociada con dos concesionarias Chevrolet: Mirasol que opera en la zona del Austo y E. Maulme localizada en Guayaquil y Machala. Estas tres empresas constituyen el Grupo MEP que en conjunto representa el 22% de la venta de vehículos Chevrolet a nivel nacional. Esta alianza le ha permitido cubrir el mercado de siete ciudades del país.

ESTRUCTURA

EMPRESAS SUBSIDIARIAS E INVERSIONES EN ACCIONES

INVERSIONES EN ACCIONES		
Empresa	Valor en libros *	%
E.Maulme C.A.	1.004.016,25	80,00%
CONECA C.A.	1.635,50	0,67%

*Al 31 de Dic-09

PROAUTO es propietaria de 2.240M acciones de E.MAULME, concesionario Chevrolet constituido en Guayaquil y posee 40M acciones del Consorcio Ecuatoriano Automotriz (CONECA C.A.), comercializadora de vehículos.

En el transcurso del año 2009 PROAUTO fue propietaria de 4.422M acciones de Mirasol S.A., concesionario de vehículos Chevrolet localizado en la ciudad de Cuenca manteniendo la propiedad del 99.47% del capital social de esta compañía.

El 10 de noviembre del 2009 PROAUTO decidió vender las acciones de Mirasol a crédito al Fideicomiso Accionario MEP por USD 2.975M a un plazo de 5 años y a una tasa de 9.33%. La Compañía ha planificado vender en el 2010 las acciones que actualmente posee en E.Maulme al Fideicomiso accionario MEP con la finalidad de constituir en lo posterior un nuevo grupo accionario para cada empresa.

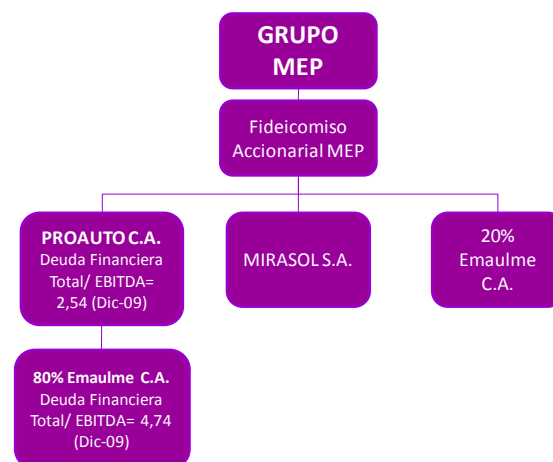
El ajuste del valor de las acciones que posee PROAUTO y su contabilización en libros se realiza de acuerdo al método del valor patrimonial proporcional.

ESTRUCTURA ACCIONARIA

Desde su constitución, PROAUTO ha tenido diversos cambios en su estructura accionaria. Inicialmente la empresa estuvo constituida en su mayoría (80%) por la participación de Automotores de la Sierra (ASSA), TECNOCAR C.A., Rodrigo Sevilla Cobo y su gerente general Eduardo Iturralde. Posteriormente la participación accionaria se concentró en el grupo Egas. En 1997 Fidel Egas y Consorcio del Pichincha mantenían el 83% de las acciones de PROAUTO. A partir del año 2006 este monto de acciones fue transferido a Inmobiliaria Industrial Río Pacífico (INRIOPA C.A.), empresa que también forma parte del grupo Egas.

En Octubre del año 2009 se constituye el Fideicomiso Accionario MEP, en el cual se concentra el 83% de las acciones que pertenecían a INRIOPA. Este fideicomiso se creó con el objetivo de recibir recursos en dinero aportados por los constituyentes y destinarlos a la

adquisición de los siguientes paquetes accionarios: 99.9% de las acciones de PROAUTO y el 20% de las acciones de E.MAULME.



La participación accionaria que mantenía el Grupo Egas pasó a formar parte del patrimonio de la Familia Sevilla representada por Patricio Sevilla Cobo, actual Director de PROAUTO. Desde el 09 de noviembre del 2009 el 99.9% de las acciones de PROAUTO pertenecen al Fideicomiso accionario MEP y el 0,01% a José Luis Sevilla, Venus S.A. y Eduardo Iturralde Hidalgo.

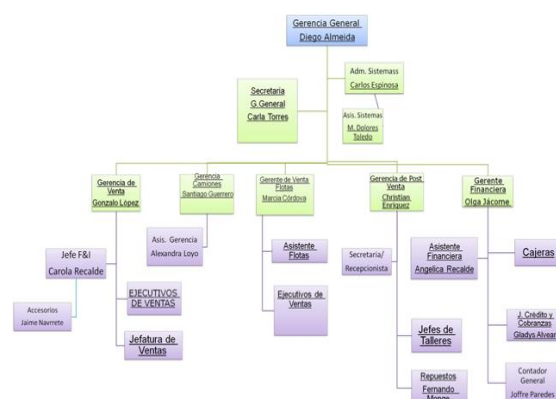
El Fideicomiso accionario MEP está conformado a su vez por las empresas Ex Vine Co. y Venus S.A. cuyos accionistas pertenecen a la Familia Sevilla y a la Familia Cuesta respectivamente. Estas empresas tienen una participación del 75% dentro del Fideicomiso.

Estructura Accionaria PROAUTO C.A.		
ACCIONISTA	Capital Suscrito	%
1) Fideicomiso Accionario MEP	6,359,364	99.99%
Ex Vine Co. S.A.	3,179,682	50%
Venus S.A.	1,589,841	25%
Eduardo Iturralde Hidalgo	1,399,060	22%
Inmobiliaria Río Amarillo Cia. Ltda	190,781	3%

2) José Luis Sevilla Gortaire	318	0.01%
3) Venus S.A.	159	0.003%
4) Eduardo Iturralde Hidalgo	159	0.003%

Total Capital Social	6,360,000	100%
-----------------------------	------------------	-------------

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA





Fuente: SUCAVAL S.A. Estructurador financiero, en base a información presentada por PROAUTO C.A.

Al momento la compañía está conformada por 139 empleados distribuidos en sus diferentes agencias. El organigrama estructural de la empresa presenta tres departamentos claramente definidos: Finanzas, Ventas y Post venta. En el área de ventas existe la distinción entre ventas de vehículos livianos, camiones y flotas.

DIRECTIVA	
Patricio Sevilla Cobo	PRESIDENTE
Pedro Torres Peña	Director Principal
Patricio Cuesta	Director Principal

PRINCIPALES EJECUTIVOS	
Diego Almeida Acosta	Gerente General
Olga Jácome	Gerente Financiero
Gonzalo López	Gerente de ventas
Christian Enríquez	Gerente de Posventa

En los veinte años de constituida, PROAUTO ha tenido sólo dos gerentes generales, el Sr. Eduardo Iturralde Hidalgo quien estuvo al mando de la Compañía durante 20 años y Diego Almeida Acosta, quien empezó a ejercer sus funciones a partir de diciembre del 2009. La estabilidad en la plana administrativa le ha permitido a la Compañía mantener una continuidad en la ejecución de sus estrategias y objetivos. Consideramos que los accionistas y administradores de la empresa son profesionales de prestigio que conocen el mercado y administran sus negocios técnicamente.

PROCEDIMIENTOS DE CRÉDITO

La originación y cobranza de la cartera de PROAUTO se rige por procesos y políticas bien definidas e implementadas, lo cual se refleja en la rotación estable de su cartera. La empresa ha procurado dar crédito directo sólo a clientes seleccionados que mantienen una buena calificación crediticia.

• ENTORNO ECONÓMICO

Indicadores de la economía ecuatoriana:

	2006	2007	2008	2009
PIB (Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. % PIB (Mill. 2000)	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda Públ. Ext. / PIB	24,7	23,9	19,2	14,4
Cta. Cte. / PIB	3,9	3,6	2,3	-3,1
Resultado Global / PIB	3,3	2,1	-0,4	-3 prov.

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

AÑO	BCE	CEPAL	FMI	BM	Fitch
2010	3,4	2,5	2,5	1,8	2,5

Luego del crecimiento importante que mostró el Ecuador en el 2008, durante el 2009 este se reduce significativamente influenciado por la crisis mundial y por un menor impulso por parte del gobierno comparado con años anteriores.

La inversión se desaceleró al mismo tiempo que las exportaciones se contrajeron como consecuencia principalmente, de la participación del petróleo en las exportaciones ecuatorianas.

También se ha podido apreciar en el 2009, que el consumo se ha desacelerado en relación a los mismos períodos del 2008, por el creciente desempleo, reducción de las remesas enviadas por los emigrantes ecuatorianos y el debilitamiento de la liquidez en la economía doméstica, lo cual se refleja en el magro crecimiento del 0.36% en el 2009.

Fitch considera que la economía ecuatoriana reasumirá su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento quizás de 2.5%. La opinión en cuanto a ese crecimiento, se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

La incertidumbre en cuanto al desenvolvimiento de las políticas económicas y la creciente intervención del gobierno en la economía, presionarán a la baja la disponibilidad de crédito y nuevas inversiones.

El consumo interno seguirá apretándose en relación al creciente desempleo y menores remesas. Las exportaciones del sector privado podrían verse afectadas por la pérdida de competitividad del país frente a los otros países de Latinoamérica que han firmado los Tratados de Libre Comercio con los socios comerciales más importantes.

Sin embargo, la opinión actual del FMI es que la economía ecuatoriana crecerá en el 2010, en 2.5%, por encima de lo previsto hace seis meses. La opinión de este organismo se sustenta en la recuperación de la economía mundial y por lo tanto de los precios del petróleo.

Lamentablemente, la crisis europea desatada en los últimos días constituye un limitante para la recuperación de la economía mundial, lo cual está presionando a la baja los precios del petróleo y por tanto amenaza el crecimiento esperado de la economía ecuatoriana que es cada vez más dependiente de los precios de esta materia prima.

Tomando en cuenta el comportamiento de los precios del petróleo y que de todos modos estos ya no están en los niveles que alcanzaron en el 2008, el punto de estímulo a la economía por parte del estado, a través de inversión pública, dependerá de su capacidad para acceder a fuentes de financiamiento.

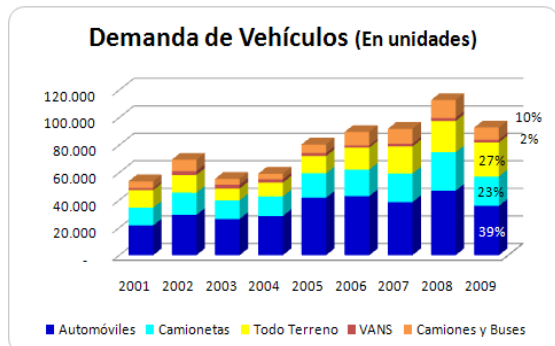
La decisión de este gobierno de haber caído en mora en el pago de la deuda, contrae el limitado acceso a mercados financieros internacionales y reduce las posibilidades en cuanto a flujos que no provengan de deuda.

Siendo una economía dolarizada, el ingreso limitado de flujos de capital podría presionar la oferta de dinero en el mercado doméstico con efectos negativos para el consumo y el crédito. Finalmente, el ingreso limitado de



flujos de capital, especialmente frente al gasto, representa una amenaza al sistema monetario actual.

RIESGO SECTORIAL



Fuente: AEADE

Elaboración: BWR

La industria automotriz constituye un sector dinamizador de la economía nacional debido a su estrecha relación con otras industrias como repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios como el asegurador y el financiamiento de consumo. El sector constituye una fuente importante de recaudación fiscal y contribuye a la generación de valor agregado y a la creación de plazas de trabajo.

Desde el año 2001, período posterior a la dolarización, el sector ha mantenido un comportamiento dinámico alcanzando su mayor récord en ventas en el año 2008 con 113M unidades vendidas. En el año 2009 la venta de vehículos nuevos tuvo una contracción del 17.7% como consecuencia del entorno macroeconómico nacional e internacional¹.

Las medidas tomadas por el Gobierno en cuanto a la restricción de importaciones y al incremento arancelario constituyeron factores que limitaron el crecimiento del sector en el 2009. La restricción a las importaciones propició el aumento de las ventas de vehículos ensamblados en el Ecuador, mientras que las recargas arancelarias implicó la venta de vehículos y llantas más costosas para el público provocando el encarecimiento de los vehículos que son más sensibles al precio.

Las ventas de vehículos de ensamblaje nacional provenientes de las tres ensambladoras: Omnibus BB, Aymesa y Maresa representaron en el 2009 el 46.4% de las ventas totales. Pese a la restricción en las importaciones, los vehículos importados representaron el 53.6% de las ventas, lo que denota la falta de autosuficiencia de este mercado y explica el impacto que tuvo el sistema de cupos en la industria automotriz.

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.

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.

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.

A pesar de los factores exógenos³ que afectaron al sector, éste ha mantenido un comportamiento dinámico. En el 2009 se colocaron 93M vehículos nuevos, lo que representa el 82.4% de las ventas registradas a 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.

Las perspectivas de crecimiento del sector para el año 2010 son más alentadoras. Al cierre de este año se proyecta un incremento de la demanda del 19% (110M vehículos). Adicionalmente la industria automotriz contará con el apoyo de la CAF para la implementación del Modelo de Gestión para la Competitividad alcanzando niveles de desempeño con estándares mundiales, lo cual permitiría un incremento en los volúmenes de exportación del sector⁴.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

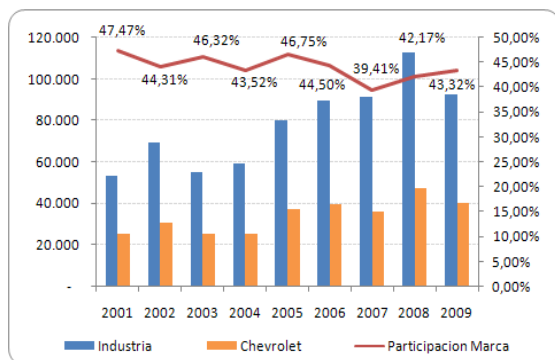
General Motors ha mantenido su participación de mercado por encima del 40%, constituyéndose como el líder en ventas de automóviles en el Ecuador. De los 93M vehículos vendidos en el año 2009, el 43.3% perteneció a la marca Chevrolet, concentrándose en su mayoría en la provincia de Pichincha.

¹ Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE), Anuario 2009.

² <http://www.aeade.net/cifras.htm>

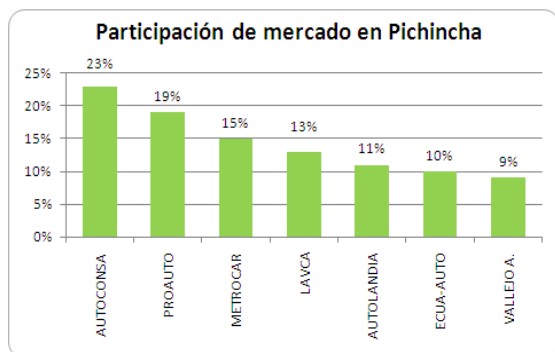
³ Para 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%; y en 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones.

⁴ Fuente: Periódico digital del gobierno, "El ciudadano", Septiembre 2009.



Fuente: AEADE
Elaboración: BWR

PROAUTO C.A. es un concesionario autorizado por General Motors para comercializar los vehículos de la marca Chevrolet en la provincia de Pichincha, zona en la que ocupa el segundo lugar del mercado.



Fuente: PROAUTO C.A.
Elaboración: BWR

A nivel nacional la Compañía se ubica en la séptima posición del mercado de los dieciséis concesionarios Chevrolet autorizados a operar en el Ecuador. Al cierre del año 2009 PROAUTO vendió 2.797 unidades de los 40.185 vehículos de la marca Chevrolet comercializados a nivel nacional, es decir tuvo una participación de mercado del 6.96%.

El posicionamiento que PROAUTO ha alcanzado en su principal zona de influencia se explica por las constantes innovaciones en su negocio que le diferencian de su competencia directa.

■ GESTION OPERATIVA

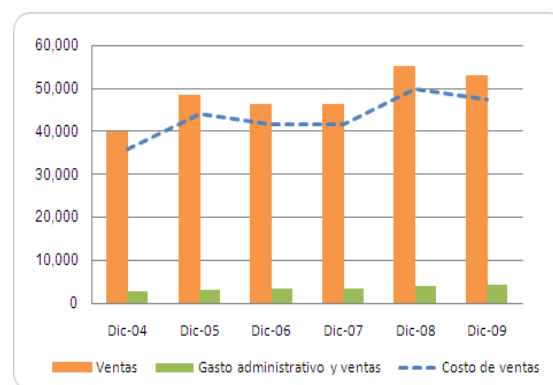
El análisis de la situación financiera de PROAUTO C.A. se realizó principalmente sobre la base de los estados financieros auditados de los últimos seis años e interino a marzo-2010. Los estados financieros de los años 2004 al 2009 fueron auditados por Baker Tilly Ecuador y no presentan salvedades ni limitaciones.

Dado que PROAUTO mantiene una participación accionaria del 80% en E.Maulme C.A., se analizaron también los estados financieros auditados de esta empresa y los consolidados a Dic-09.

E.Maulme es una empresa que presenta resultados operativos y netos positivos. Sin embargo y a pesar de

que las ventas son menores a las de PROAUTO en un 13% aproximadamente, los resultados netos son 87% más pequeños. Los estados financieros consolidados muestran por lo tanto buenos resultados pero menores que los de PROAUTO individualmente, niveles de apalancamiento más altos y niveles de liquidez más presionados.

La rentabilidad de PROAUTO ha estado positivamente influenciada por los dividendos recibidos de E.Maulme y Mirasol S.A. Tomando en cuenta que PROAUTO ya no posee las acciones de Mirasol S.A. y que venderá en el 2010 su participación en E.Maulme, se han analizado las proyecciones de PROAUTO individualmente sin incluir los ingresos por dividendos de E.Maulme.



Fuente: Estados financieros auditados por Baker Tilly Ecuador
Elaboración: BWR

Las ventas de PROAUTO han estado relacionadas al comportamiento histórico del sector automotor, constituyendo los años 2005 y 2008 los de mayor crecimiento. A Dic-09 las ventas ascendieron a USD 52.994M, un 4% menor al volumen alcanzado el año anterior.

En el primer trimestre del año 2010 PROAUTO vendió USD 14.590M, de los cuales el 86.1% corresponde a la venta de vehículos livianos y flotas. El 11.0% proviene de la venta de repuestos, servicios de taller y venta de accesorios y el 2.9% pertenece a la rama de vehículos pesados.

Las medidas tomadas por el Gobierno en el 2009 (restricción de las importaciones e incremento arancelario) no afectaron directamente a PROAUTO debido a que este concesionario se abastece en su mayoría de vehículos de ensamblaje nacional. Las importaciones que realiza son mínimas y suceden sólo en casos especiales cuando sus clientes requieren algún repuesto específico.

La disminución de las ventas de la Compañía estuvo influenciada fundamentalmente por la contracción del sector floricultor, principal actividad en la zona de Cayambe en donde se localiza una de sus agencias, y por la salida del mercado del modelo NHR que en el 2008 representó más del 50% de las ventas en la línea de camiones. A esto se sumó el descenso del crédito otorgado por las instituciones financieras a nivel nacional y las menores expectativas del consumidor promedio para comprar vehículo a inicios del 2009. No obstante,



las ventas de PROAUTO se contrajeron menos que la industria.

A pesar del ligero descenso en las ventas, en el último año el margen bruto se incrementó gracias a la nueva orientación de la empresa para satisfacer el mercado de ventas al por menor y flotas, segmentos que le permiten obtener un margen más alto dado que el precio de venta de estos vehículos es superior. A partir del 2004 el margen bruto ha sido en promedio del 10%.

El peso del gasto operativo en relación a las ventas se ha mantenido alrededor del 7%, con una participación mayor de los gastos administrativos a partir del año 2006. Los gastos administrativos representaron el 59.2% del gasto global de la Compañía a Dic-09 y los rubros más importantes constituyeron los gastos de personal, arriendos y vigilancia.

Desde el 2006, los gastos de comercialización adquieren menor importancia dentro del gasto con una participación del 40.8%. A partir de este año han mantenido una tendencia creciente a excepción del último año (2009) en el que decrecieron en 2%. Los gastos de comercialización más importantes fueron las comisiones pagadas a vendedores de vehículos y los gastos de publicidad.

Los gastos financieros se redujeron de manera importante desde Dic-06, razón por la que el peso del gasto financiero sobre ventas se ha mantenido prácticamente constante en los cuatro últimos años, generalmente sobre el 1%. El costo de financiamiento a Dic-09 bordea el 10%.

El incremento del margen bruto y el eficiente control que la Compañía tiene sobre sus gastos operativos son factores que le permitieron aumentar sus resultados operativos en los dos últimos años. El margen operativo pasó de 1.9% en Dic-07 a 2.1% en Dic-08 y 2.7% en Dic-09.

La generación de otros ingresos provenientes en su mayoría del cobro de dividendos de Mirasol S.A. y E.Maulme C.A., explican el sustancial incremento en los resultados del período, los mismos que se triplicaron en relación a Dic-08. La utilidad neta al cierre del ejercicio 2009 fue de USD 3.062M.

Este incremento de la utilidad neta incidió en los indicadores de rentabilidad sobre patrimonio y activos, siendo significativamente mayores a los registrados a Dic-08. A Dic-09 el ROE se ubicó en 36.8%, mientras que el ROA alcanzó el 19.2%.

La Administración considera que en los próximos cinco años las ventas de PROAUTO mantendrán una tendencia creciente bajo un escenario de expansión del crédito otorgado por las instituciones financieras del país y considerando el aumento de las ventas generadas por el nuevo punto de ventas que la Compañía pretende financiar mediante la emisión de obligaciones.

Una de las estrategias de PROAUTO a futuro es desarrollar el negocio de repuestos de camiones, línea

que tuvo en el 2009 resultados importantes con el desarrollo de nuevos clientes y canales de ventas a Instituciones del Estado.

Si bien las proyecciones de la Compañía consideran un crecimiento en las ventas, también contemplan una reducción de la utilidad neta frente a la utilidad registrada a Dic-09 debido a la disminución de otros ingresos por concepto de dividendos. PROAUTO tiene planificado vender las acciones que posee al momento en E.Maulme, razón por la que ya no recibirá dividendos de esta empresa a futuro.

Consideramos que la gestión operativa de PROAUTO seguirá siendo positiva en los próximos años, sin embargo es probable que la empresa alcance retornos de alrededor del 6% sobre activos, niveles similares a los alcanzados en el 2008.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

A Dic-09 los activos totales de PROAUTO ascendieron a USD 15.253M y estuvieron constituidos en un 58.9% por activos corrientes conformados en su mayoría por cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Ambos rubros decrecieron respecto al año anterior en 7.9% y 41.5% respectivamente, lo que influyó la disminución de los activos totales (13.5%).

La Compañía ha procurado dar crédito directo únicamente a clientes seleccionados con el afán de preservar la calidad de su cartera y mantener su capital de trabajo. Las cuentas por cobrar son fundamentalmente comerciales y a diciembre del 2009 alcanzaron los USD 4.514M, de las cuales se mantuvo una provisión por USD 37M. La rotación promedio de las cuentas por cobrar en los últimos seis años ha sido 33 días.

PROAUTO ha mantenido cuentas por cobrar a sus compañías relacionadas (Mirasol, E.Maulme, ASSA, INRIOPA etc.) que no provienen de actividades comerciales. Históricamente este rubro ha tenido una participación menor al 1% dentro del activo total.

En Dic-09 las cuentas por cobrar a relacionadas se incrementaron sustancialmente por la venta a crédito de acciones que PROAUTO poseía de Mirasol al Fideicomiso Accionario MEP aumentando su participación dentro del activo de 0.14% en Dic-08 al 5.0% en Dic-09. Las cuentas por cobrar a relacionadas se mantendrán a futuro dado que la venta de las acciones de Mirasol se realizó a un plazo de 5 años. En otras cuentas por cobrar se contabilizan también las promociones o rebates que la Compañía recibe de Omnibus BB y General Motors del Ecuador.

El inventario de PROAUTO se abastece en un 70% por vehículos ensamblados por Omnibus BB, su principal proveedor de vehículos pesados. El 18% es proporcionado por General Motors del Ecuador (vehículos livianos) y el 12% restante proviene de distintos proveedores locales de repuestos. En caso de que algún cliente de PROAUTO requiera un repuesto o



vehículo en particular, otros concesionarios de la marca Chevrolet asociados a PROAUTO eventualmente satisfacen estos requerimientos de inventario.

A partir del año 2004 la rotación promedio de los inventarios ha sido de 23 días. Al cierre del 2009 se puede evidenciar una rotación más acelerada debido a que en el último trimestre de este año se vendió un mayor volumen de vehículos, lo cual contribuyó a reducir los inventarios e incrementar las órdenes de trabajo en proceso. A marzo del 2010 la rotación del inventario fue de 21 días.

El activo no corriente representa el 41.1% del activo total y está conformado en su mayoría por activos fijos de los cuales el terreno y el edificio donde opera la oficina matriz constituyen los más importantes. El segundo rubro en importancia dentro del activo no corriente son las inversiones en acciones de empresas relacionadas. La participación de este tipo de inversiones decreció en el 2009 por la venta de acciones de Mirasol, empresa en la que PROAUTO mantenía el 99.47% del capital social. La reducción de las inversiones en acciones se compensa por la cuenta por cobrar al Fideicomiso Accionario MEP a largo plazo.

PROAUTO conjuntamente con Construecuador S.A., Miracom S.A., Grupo Bravco S.A., E.Maulme C.A., Inmobiliaria Rio Pacífico Inriopa C.A. y Mirasol C.A. constituyeron en junio del 2008 un Fideicomiso de inversión conjunta con el objeto de realizar inversiones cuyas utilidades sean repartidas entre los constituyentes. PROAUTO decidió desvincularse de este fideicomiso en septiembre del 2009.

PROAUTO financió durante 13 años el inventario de vehículos nuevos a través de GMAC del Ecuador. En el 2009 GMAC dejó de proveer crédito a todos los concesionarios en general como una estrategia interna de su casa matriz y estableció un convenio con Produbanco.

En el 2009 Produbanco otorgó a PROAUTO una línea de crédito por USD 4.8MM⁵ con el objeto de financiar su inventario otorgándole crédito a un plazo de 180 días y comprometiéndose a pagar directamente a General Motors del Ecuador. Al segundo día de vendido el carro, PROAUTO está en la obligación de cancelar la totalidad de la deuda que mantenga con Produbanco.

Esta nueva estructura de financiamiento significó para PROAUTO el establecimiento de plazos más apretados, generando una mayor necesidad por incrementar el capital de trabajo para cubrir los desfases existentes en el ciclo operativo.

Adicionalmente, PROAUTO decidió orientar su mercado hacia el segmento de flotas y vehículos pesados. Este cambio en la orientación de su negocio provocó que el

requerimiento de financiamiento sea mayor pues, un vehículo pesado es más costoso que uno liviano.

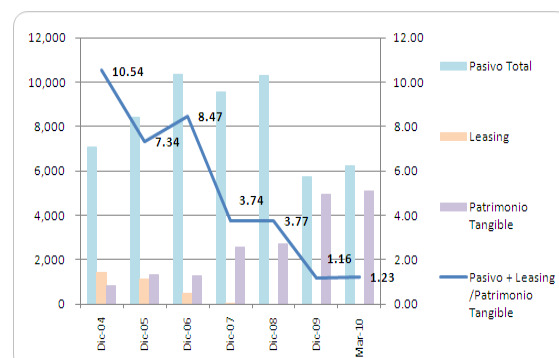
A Dic-09 el pasivo estuvo conformado de la siguiente manera: Obligaciones con instituciones financieras 60.4%, Proveedores 13.6%, Otros pasivos⁶ 26.1%. El año anterior (2008) la mayor parte del pasivo (56.8%) constituía deuda con Proveedores.

ENDEUDAMIENTO

Comportamiento Histórico	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10
Pasivo + leasing + contingentes/Patrim.Tangible	3.78	3.88	1.19	1.23
Deuda Finan./Patrim.Tangible	0.96	1.03	0.70	0.69
Deuda Finan. Total/EBIDTA o EBITDAR Anual	1.47	1.94	2.54	1.47
Deuda Finan. Neta/EBITDA o EBITDAR Anual	1.04	1.26	1.87	1.16

Proyecciones	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14
Pasivo + leasing + contingentes/Patrim.Tangible	2.91	2.26	1.74	1.37	1.09
Deuda Finan./Patrim.Tangible	1.53	1.12	0.80	0.58	0.41
Deuda Finan. Total/EBIDTA o EBITDAR Anual	5.31	4.86	4.03	3.26	2.59
Deuda Finan. Neta/EBITDA o EBITDAR Anual	4.69	3.37	2.70	1.92	1.06

En el año 2009, PROAUTO logró reducir sus pasivos pagando a proveedores con los flujos provenientes de la reducción de inventarios y de cuentas por cobrar en relación a la caída de las ventas y con los flujos que recibió por los dividendos de las empresas relacionadas (Mirasol y E.Maulme). La recuperación del apalancamiento frente al patrimonio tangible tanto en el 2009 como en el 1T10 recoge también el efecto de las importantes utilidades generadas especialmente en el 2009.



Fuente: Estados financieros auditados por Baker Tilly Ecuador
Elaboración: BWR

Para fines del 2010 se esperaría que el patrimonio se reduzca ya que se proyecta un reparto de dividendos de las utilidades del 2009, por 45%. Cabe indicar que el año anterior sobre los resultados del 2008, se repartió dividendos por un 90%.

Las políticas de dividendos con los nuevos accionistas han cambiado y se distribuirán dividendos en un promedio de 47% de los resultados netos para este y los próximos cuatro años, lo cual es necesario y suficiente para que los nuevos accionistas cancelen su deuda por la compra de las acciones y se levante el contingente por la garantía otorgada por Proauto.

Por otro lado, con la emisión de obligaciones la deuda de la empresa crecerá en el 2010 para financiar el

⁵ De esta línea se ha utilizado el 46.7%. PROAUTO debe adherirse al Fideicomiso Wholesale al que ingresan en garantía todos los vehículos financiados por Produbanco hasta su completa cancelación.

⁶ Anticipos clientes, gastos acumulados por pagar, impuestos y retenciones, participación empleados, provisión para jubilación y otros pasivos corrientes.



crecimiento esperado del negocio (cartera e inventarios), para repartir los dividendos sobre las utilidades del 2009 y para financiar la nueva inversión en activos fijos.

Los movimientos descritos arrojarán para fines de este año indicadores de apalancamiento más presionados, en relación al patrimonio.

La empresa es generadora de EBIDTA estable y recurrente. La deuda financiera frente a este indicador en el 2009 aumenta ya que se reemplaza una parte de la deuda de proveedores con instituciones financieras.

Para el 2010, con el incremento de la deuda a través de la emisión de obligaciones que nos compete, el apalancamiento sobre EBIDTA llegará a los niveles más altos de los últimos años y empezará a reducirse a partir de 2011 en la medida en que el crecimiento del negocio y las nuevas inversiones incrementen la generación.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

Comportamiento Histórico	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10
CFO+ing. NO op/Deuda Finan.Corto Plazo Anual	0.50	0.74	0.20	-0.04
Flujo de Caja Libre/Deuda Finan.Corto Plazo Anual	-1.04	0.20	-0.21	-0.32

Proyecciones	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14
CFO+ing. NO op/Deuda Finan.Corto Plazo Anual	-0.99	0.18	0.27	0.30	0.34
Flujo de Caja Libre/Deuda Finan.Corto Plazo Anual	-2.02	0.37	0.03	0.08	0.13

La empresa es históricamente generadora de EBITDA y flujo de fondos positivo. El flujo de caja está atado a las políticas de financiamiento que obtenga de sus proveedores y a la capacidad de efectivizar su cartera, lo cual normalmente genera requerimientos de capital de trabajo de corto plazo.

Las tablas anteriores muestran el comportamiento y las perspectivas de algunos de los indicadores de liquidez. Debe notarse que dentro del flujo de caja operativo se incluyen ingresos que si bien no son operativos se los ha considerado recurrentes. Sin estos ingresos el flujo de caja de la operación luego de variaciones del capital de trabajo es negativo.

En el 2009, la reducción de deuda con proveedores generó presión en la liquidez. En el primer trimestre del 2010, el crecimiento del negocio, las inversiones en CAPEX y el pago de dividendos generan flujo de caja operativo y flujo de caja libre negativos. Al momento Proauto cuenta con líneas de crédito aprobadas con Banco del Pacífico por USD 3MM y con Lloyds Bank por USD 1.6MM. La empresa utilizará estas líneas de crédito temporalmente para financiar el proyecto de construcción del nuevo punto de ventas en la zona de Calderón, hasta que se realice la emisión de obligaciones.

Es probable que los indicadores de liquidez se recuperen con la generación a partir del 2011. Las proyecciones muestran que desde este año la empresa estaría en capacidad de pagar anualmente el 27% en promedio de su deuda a corto plazo, sin embargo el 73% deberá ser refinanciado.

Si bien el riesgo de refinanciamiento de la deuda persiste en los años subsiguientes, la estructura de la empresa, la calidad y la capacidad económica de los accionistas permiten estimar que este riesgo es limitado.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

La emisión de obligaciones de PROAUTO tendrá garantía general, es decir estará garantizada a través de los activos de la empresa.

De acuerdo al 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”.

PROAUTO C.A.	Mar-2010
Total Activos	16,468
Total Activos Gravados	3,642
Activos Diferidos	233
Detalle de Activos Gravados	
Terreno	1,310
Edificios	256
Instalaciones	2
Inventario vehículos	2,075
Total Activos Gravados	3,642

Activo Libre de gravamen	12,593
Emisión	4,000

Cobertura	3.15
------------------	-------------

Activo Libre de gravamen sensibilizado	7,685
Cobertura	1.92

A marzo del 2010 los activos totales de la empresa suman USD 16.468M. De este valor, USD 3.642M son activos pignorados y USD 233M son activos diferidos. Esto quiere decir que la empresa cuenta con un activo libre de gravamen de USD 12.593M para constituir la garantía de la emisión de obligaciones.

La emisión representaría el 31.8% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que equivale a una cobertura de 3.15 veces.

La cobertura de la emisión se reduce a 1.92 veces si se sensibiliza el activo de la empresa restándole las cuentas por cobrar e inversiones en empresas relacionadas, gastos pagados por anticipado y activos intangibles.

RESGUARDOS

INDICADOR	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivo Total +leasing+contingentes/ Patrimonio Tangible	<3,0	<2,0	<2,0	<2,0	<2,0
CFO+ingresos no operativos/ Deuda financiera Corto plazo	-	>0,18	>0,25	>0,25	>0,25
Deuda Total/ Patrimonio	<1,2	<1,2	<1,2	<1,2	<1,2
Activo corriente/ Pasivo corriente	>1,4	>1,4	>1,4	>1,4	>1,4

Durante el tiempo de vigencia de la emisión PROAUTO se compromete a mantener estos índices en los niveles descritos anteriormente y en caso de existir una variación, esta no será mayor al 10%.



Adicionalmente la Compañía se compromete a pagar dividendos que no superen los USD 900M en el 2011 y los USD 800M en los años siguientes (hasta 2014).

La Compañía se obliga además a presentar un informe trimestral al Representante de Obligacionistas detallando el cumplimiento de los índices financieros bajo el respaldo de los estados financieros trimestrales internos y auditados anuales.

COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION

La emisión de obligaciones de PROAUTO sería su primera experiencia en el Mercado de Valores pues tradicionalmente se ha financiado a través de instituciones financieras nacionales.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.



	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10
RESULTADOS					
Ventas	46,116	46,156	55,224	52,994	14,590
% crecimiento	-4.8%	0.1%	19.6%	-4.0%	10.1%
MARGEN BRUTO (%)	10%	9%	10%	11%	10%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,122	1,248	1,413	1,363	597
MARGEN EBITDA (%)	2.4%	2.7%	2.6%	2.6%	4.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,744	1,701	1,453	1,363	597
MARGEN EBITDAR (%)	3.8%	3.7%	2.6%	2.6%	4.1%
Cuota leasing del período	622	453	40	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	144	516	516	175	65
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	978	732	898	1,188	532
Gasto Financiero del período	-611	-654	-556	-307	-32
Impuestos a la renta	-291	-162	-381	-370	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	30.4%	30.5%	21.1%	9.8%	3.6%
UTILIDAD NETA	1,454	1,401	995	3,062	698
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	23.2%	20.5%	13.8%	36.8%	31.8%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.3%	8.3%	5.8%	19.2%	16.4%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	1,598	1,917	1,511	3,237	764
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	163	-1,662	-91	-2,786	-911
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,761	255	1,420	452	-148
Inversión en Activos Fijos	-165	-127	-302	-225	-104
Otras Inversiones, Neto	-3	-574	-598	3,138	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,593	-447	521	3,365	-252
Variación Neta de Deuda Financiera	-361	632	355	645	50
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-806	-879	-746	-896	0
Otros Financiamientos, Neto	-645	908	122	-3,191	38
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	-217	215	251	-77	-164
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)					
EBITDA OPERATIVO	1,122	1,248	1,413	1,363	597
(-) Gasto Financiero del período	-611	-654	-556	-307	-32
(-) Impuesto a la renta del período	-291	-162	-381	-370	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	220	432	476	687	565
(-) Variación Capital de Trabajo	163	-1,662	-91	-2,786	-911
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	382	-1,230	386	-2,099	-346
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	2,340	2,266	1,344	2,773	314
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-962	-781	-309	-222	-115
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-806	-879	-746	-896	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-165	-127	-302	-225	-104
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	791	-751	372	-669	-252
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	0.48%	0.94%	0.86%	1.30%	3.87%
Cuota leasing del período	622	453	40	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍOD)	1,744	1,701	1,453	1,363	597
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	517	735	980	915	747
Activos Totales	16,930	16,636	17,639	15,253	16,467
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	1,072	2,064	2,346	3,370	3,464
Pasivo financiero Largo Plazo	756	396	470	91	46
Financiamiento Leasing	493	40	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	2,321	2,500	2,815	3,461	3,510
Pasivos con Proveedores	4,658	4,658	5,843	777	998
Otros Pasivos	3,860	2,412	1,625	1,494	1,739
Pasivos Totales	10,346	9,530	10,283	5,731	6,248
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	6,584	7,106	7,355	9,521	10,220
Patrimonio Tangible	1,280	2,560	2,727	4,924	5,079
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	5,304	4,546	4,628	4,598	5,141
Capitalización ****	8,905	9,606	10,171	12,982	13,730
Pasivos contingente	0	109	306	152	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	3,642
Derechos Fiduciarios	55	222	258	237	233
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	16,875	16,414	17,380	15,016	12,593
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	4,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	0	3.1
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,500	13,131	13,904	12,013	10,074

(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.



	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.84	1.91	2.54	4.44	18.78
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.57	1.71	2.00	3.71	15.50
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	1.41	1.54	2.44	4.44	18.78
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1.33	1.47	1.94	2.54	1.47
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1.03	1.04	1.26	1.87	1.16
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	10.56	5.79	5.91	5.04	1.55
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	34%	-30%	13%	-19%	-29%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	26%	26%	28%	27%	26%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	6%	7%	10%	2%	2%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	22%	26%	27%	60%	56%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.57	1.34	1.40	0.60	0.61
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.58	1.38	1.45	0.62	0.63
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.65	1.35	1.40	0.60	0.61
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	8.47	3.78	3.88	1.19	1.23
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	1.43	0.96	1.03	0.70	0.69
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	73.0%	100.7%	84.7%	97.4%	98.7%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	30.5%	29.2%	41.1%	27.2%	21.6%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	136.0%	166.0%	185.6%	323.6%	1877.6%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	162.6%	-88.0%	169.3%	-583.5%	-987.9%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	-1947.1%	314.2%	192.2%	323.6%	1877.6%
CFO / cargos fijos	2228.3%	-834.5%	67.0%	-683.5%	-1087.9%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.21	0.21	0.20	0.20	0.65
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual estrés con ingresos no operacionales recurrentes	2.54	0.50	0.74	0.20	-0.04
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.18	0.32	0.15	0.18	0.66
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.31	-0.92	0.12	-0.54	-0.40
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	1.03	0.68	0.61	0.40	0.69
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	1.61	0.91	0.79	0.45	0.72
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.71	0.70	0.39	0.33	0.67
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.74	-0.36	0.16	-0.20	-0.29
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	1.12	-1.04	0.20	-0.21	-0.32
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	1,195	1,150	1,042	3,454	4,032
Liquidez Ácida (x)	0.70	0.87	0.70	1.21	1.17
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.49	0.72	0.60	0.97	0.94
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.03	1.07	1.05	1.57	1.62
Patrimonio / Activo Total (x)	0.39	0.43	0.42	0.62	0.62
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	11	8	11	12	12
Días de cuentas por cobrar	33	46	32	31	31
Rotación de inventarios (x)	10	18	13	20	18
Días de inventarios	35	20	28	18	21
Rotación de cuentas por pagar (x)	9	9	9	61	52
Días de cuentas por pagar	40	40	42	6	7
Rotación Capital de Trabajo	35	36	48	14	13
Días de Capital de Trabajo	10	10	8	26	28
Días de Ciclo de Operación	-17	-15	-11	-16	-17
Vencimientos Deuda Financiera					
Año	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	0	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0
Total	0	0	0	0	0

(x) Índice expresado en número de veces