



Ecuador
Obligaciones Generales

Automotores de la Sierra S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	--	Nov-07

▪ **RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar a las clases A, B y C de la primera emisión de Obligaciones Generales de Automotores de la Sierra S.A., la calificación de **AA** que, de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, corresponde a “los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.”

El sector automotriz es sensible a la oferta de crédito, estabilidad económica y a la percepción de seguridad de los consumidores, factores que dependerán en gran medida de las decisiones que tome el Gobierno y la Asamblea Constituyente en los próximos meses.

Frente a este riesgo sistémico, los estados financieros de Automotores de la Sierra S.A. (ASSA) muestran una estructura de bajo apalancamiento operativo y financiero, lo que le daría flexibilidad para adaptarse a nuevas condiciones de mercado.

La empresa tiene una vasta experiencia en el negocio automotriz y un record positivo en cuanto a los resultados de su Administración. ASSA tiene indicadores de rentabilidad y eficiencia superiores que el promedio de los demás concesionarios Chevrolet a nivel nacional, y ha conseguido altos niveles de satisfacción de sus clientes, medidos por las encuestas telefónicas que la institución realiza diariamente.

La consistencia histórica de la Administración en el manejo operativo y financiero de ASSA, así como los resguardos establecidos para la emisión le dan fortaleza a la calidad crediticia de la empresa, considerando que esta es una calificación prospectiva.

Descripción de la Emisión de Obligaciones:

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

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

Analistas

Patricio Baus
(593 2) 222 23 23
pbaus@bankwatchratings.com

Carlos Ordóñez
(593 2) 254 83 93
carlosordonez@bankwatchratings.com

Perfil

Automotores de la Sierra S.A. es una empresa ecuatoriana autorizada por General Motors desde 1982 para trabajar como único concesionario de la marca Chevrolet en la zona Centro del Ecuador, la cual comprende las provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo. Actualmente posee siete puntos de venta en Ambato, Riobamba y Latacunga y cuenta dentro de su zona con una participación de mercado de 37%, siendo el segundo concesionario más importante en el Ecuador, medido por su nivel de ventas anuales.

FECHA COMITE: Noviembre/16/ 2007

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre/2007

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.



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
- Flexibilidad financiera por bajo apalancamiento.

OPORTUNIDADES

- Posible crecimiento en otras áreas geográficas
- Ampliación del servicio prestado en Riobamba a través de construcción y adecuación de un nuevo local.

DEBILIDADES

- Concentración geográfica
- Dependencia en ventas de cartera a instituciones financieras para poder sostener el volumen de crédito directo planificado.

AMENAZAS

- Competencia agresiva de otras marcas en el sector
- Dependencia de las ventas en la oferta de crédito en el mercado, que a su vez es sensible a la estabilidad económica y política.
- Ajuste de políticas de crédito por parte de Instituciones Financieras reduce las alternativas de financiamiento para sus clientes.
- Anuncios del Gobierno de incremento de aranceles automotrices restringirían la demanda en el mercado.
- Ingreso de nuevas marcas asiáticas al mercado.

▪ **DESCRIPCION DEL EMISOR**

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

ASSA manejó inicialmente la marca Volkswagen en la zona. En 1982 fue autorizada por General Motors para ser Concesionaria de su marca Chevrolet para la zona central del País (provincias de Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo), negocio principal de la empresa en la actualidad, logrando el liderazgo en ventas con niveles de participación similares a los que la marca Chevrolet mantiene a nivel nacional.

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

▪ **ESTRUCTURA**

EMPRESAS SUBSIDIARIAS E INVERSIONES EN ACCIONES

A septiembre del 2007, ASSA mantiene inversiones en las siguientes empresas:

Empresa	Actividad	V.Libros (USD Miles)
Llantas y Servicios de la Sierra S.A.*	Comercialización neumáticos	300
Erco	Fabricación neumáticos	141
Ecuatrán	Elaboración transformadores eléctricos	31
Otros	Diversas	48
Total		522

* ASSA mantiene el 50% de participación en esta empresa.

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 automotriz y son rentables. Adicionalmente, se debe indicar que la empresa mantiene un préstamo otorgado a Llantas y Servicios de la Sierra por USD 100 M. Como referencia se indica que esta última empresa generó en diciembre 06 una utilidad neta de USD 93 M, equivalente a un ROA de 6.1%.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

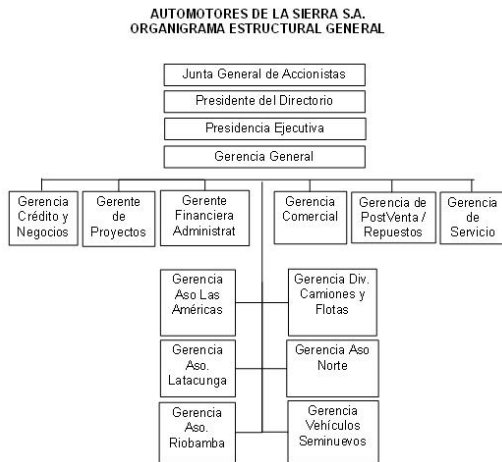
La estructura accionarial de ASSA refleja su origen familiar. Existen 31 socios accionistas, los cuales se pueden clasificar de la siguiente forma:

Accionistas	Participación
Pertenecientes a familia Sevilla	65%
Pertenecientes a familia Cabeza de Vaca	25%
Otros accionistas con participación menor al 4%	10%

Los accionistas tienen otros negocios en Ambato, entre los que figuran una inmobiliaria, locales de venta de vehículos de distintas marcas y un almacén de comercialización de neumáticos. En este último negocio ASSA participa también como dueño del 50% de las acciones.



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. El señor Patricio Sevilla, ejecutivo con amplia experiencia en este negocio y accionista de ASSA, ocupa la Presidencia Ejecutiva. Por su parte, el Ing. José Luis Sevilla tiene las funciones de Gerente General desde hace cuatro años, tiempo en el que se observa una gestión operativa positiva de la Entidad.

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

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

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

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

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

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

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

El presupuesto anual de inversión lo realiza con la asesoría de General Motors en cuánto a las perspectivas de ventas y las características del mercado, para luego

definir los parámetros base del presupuesto y realizar las reuniones para discutir las metas del año siguiente.

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

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

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

Con respecto a la infraestructura informática, la contabilidad de los distintos puntos de venta se encuentra totalmente integrada. La empresa ha trabajado en el desarrollo de un nuevo software que manejará todos los procesos principales de la Empresa. ASSA estima que este entrará en funcionamiento en el cuarto trimestre del 2007 y permitirá hacer importantes ahorros en gastos de personal.

PROCEDIMIENTOS DE CRÉDITO

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

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

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

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

Si bien a septiembre de este año la cartera vencida representa el 10% del total de cartera, el 62.4% de esta tiene una antigüedad no mayor a 30 días y solamente el 2.1% supera los 180 días de atraso.

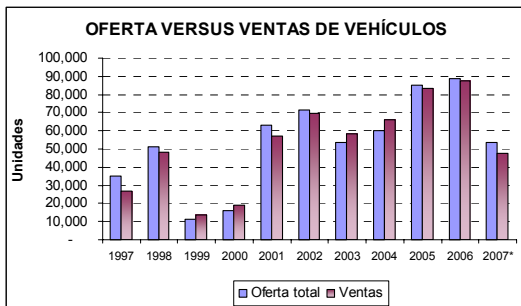
▪ **RIESGO SECTORIAL**

El sector automotriz ecuatoriano se ha mostrado muy dinámico en los últimos años, liderando el segmento de consumo dentro del País. La Industria tiene incidencia en la dinámica comercial de negocios tales como combustibles, seguros, repuestos, accesorios y mantenimiento.

El parque automotor ecuatoriano actualmente bordea las 1.26 millones de unidades. Existen aproximadamente 11 personas por vehículo, lo cual indica que todavía existe un mercado potencial interesante.

El Sector es muy sensible a las fluctuaciones macroeconómicas, siendo uno de los primeros en mostrar dificultades en épocas de crisis como en manifestar signos de reactivación con el regreso de la estabilidad económica.

A partir del año 2002, pero especialmente durante 2005 y 2006 la industria automotriz en el país atravesó una etapa creciente, que llevó a considerar dicho proceso no como algo cíclico. No obstante, el clima de incertidumbre vivido en lo que va del 2007, principalmente por la confrontación entre el Gobierno y las instituciones financieras sobre la intención de controlar legalmente el costo financiero y rumores infundados sobre la liquidez del Sistema Financiero ecuatoriano en el primer semestre del año redujeron la oferta de crédito y afectaron las ventas de la Industria.



* Información a Julio 07
Fuente: Oferta – CINA E, Ventas – AEDE

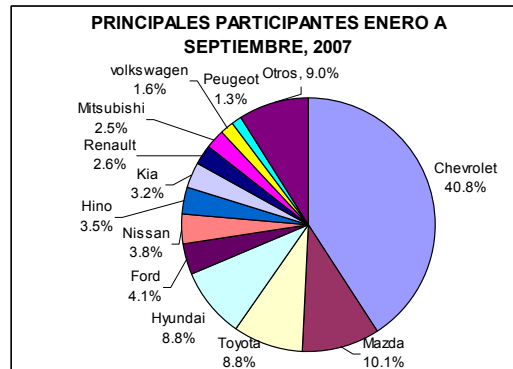
De acuerdo a la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEDE) se planean comercializar 82 mil unidades hasta finales del 2007 frente a ventas de 84,505 unidades en el 2006, una caída de alrededor de 3%.

Es importante resaltar que la mayoría de las ventas del Sector se realizan a crédito, por lo que la disponibilidad y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad.

Frente a la restricción de la oferta de créditos, algunos concesionarios han optado por entregar créditos directos para sostener sus ventas.

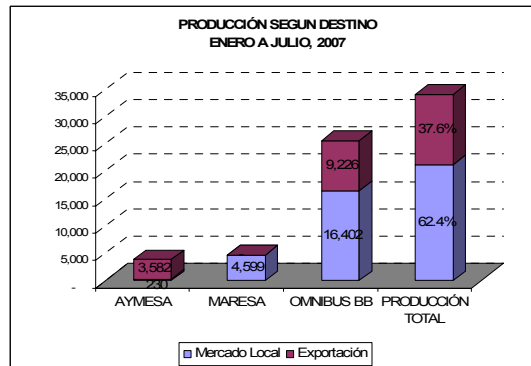
El principal participante en el mercado automotriz ecuatoriano es la marca Chevrolet, la cual mantiene una posición de claro liderazgo, con una participación del 40.8% del total de unidades vendidas en el País de enero a septiembre del 2007. No obstante, este porcentaje es inferior al 44.6% registrado en el mismo período del año anterior, principalmente por una competencia más agresiva frente a la reducción de las ventas del Sector y

el hecho de que los concesionarios de esta marca también sintieron una reducción de la oferta de crédito para clientes por parte de General Motors Acceptance Corporation Ecuador (GMAC Ecuador).



La oferta de vehículos se compone principalmente de automóviles (43.6%), camionetas (23%) y vehículos de doble tracción (20.0%) y, en menor proporción, de buses y camionetas (11.3%) y furgonetas (2.0%). El 61.9% de la oferta automotriz es importada.

Respecto a la producción nacional, existen tres ensambladoras en el mercado: Omnibus BB (Chevrolet), Aymesa (Kia) y Maresa (Mazda y Ford).



Fuente: Cámara de la Industria Automotriz Ecuatoriana, Julio 07

El 61.8% de la producción nacional se destina al mercado local mientras que el restante 38.2% se ensambla localmente para su exportación, porcentaje del cual la mitad corresponde a exportación de camionetas Chevrolet.

El desempeño del sector automotriz en el futuro está ligado al ciclo macroeconómico, a un ambiente propicio para la inversión y a las acciones que tome el gobierno y que influyan en la oferta de crédito o en la demanda de automóviles.

En este sentido, en los últimos meses, a través de los medios de comunicación, se conoce que el Gobierno ha planteado crear un impuesto para la importación de vehículos que considera “de lujo”. No obstante, todavía no se conocen los detalles de la propuesta por lo que es difícil cuantificar el efecto que tendría esto en la demanda automotriz.

Con respecto a la oferta de crédito, esta está atada a la situación del sector financiero, el cual, si bien se mantiene fuerte, muestra una desaceleración en sus captaciones al público desde inicios de año, lo que podría limitar en el futuro el volumen de colocación de cartera. Adicionalmente, se mantiene la vulnerabilidad respecto a las acciones que el Gobierno impulse a través de la Asamblea Constituyente para controlar el costo financiero. De darse una reducción en la oferta de crédito, las marcas que puedan ofrecer financiamiento directo a sus clientes contarán con una ventaja competitiva importante.

Por último, se debe tener en cuenta la alta competencia dentro del Sector y la diversidad en la oferta en cuanto a modelos y precios. Por tanto, la innovación de los productos y las estrategias de manejo de la marca, comercialización y servicios de post venta que ofrezca cada participante serán los determinantes de las participaciones futuras dentro de este mercado.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

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

La Empresa tiene exclusividad para la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). Las ventas de la Compañía representan aproximadamente un 9% de las ventas totales de la Marca a nivel nacional.

ASSA es el segundo concesionario más importante de General Motors, medido por el número de unidades vendidas en el año. Actualmente cuenta con 160 empleados y 7 puntos de venta (“ASO’s”) ubicados en Ambato (5), Riobamba y Latacunga.

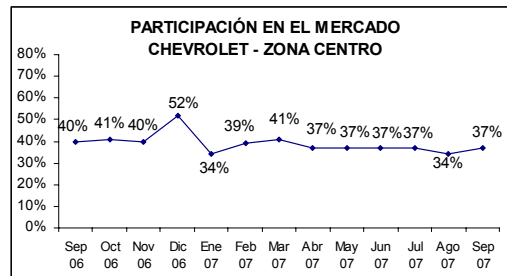
La Institución realiza diariamente encuestas de satisfacción del cliente, las cuales a julio 07 muestran resultados positivos de 99.69% para ventas y un 97.9% para talleres.

La ciudad de Riobamba es atendida por la empresa desde 1998, y el volumen de sus ventas requiere ampliar la capacidad de atención al público. Por este motivo, la empresa se encuentra construyendo un nuevo local en esta plaza que contará con una imagen renovada y capacidad mayor para la exhibición de vehículos, además de una mayor gama de productos y servicios. La empresa estima que la apertura de la nueva agencia se realizaría para fines de este año.

Dentro de la zona Centro, la empresa mantiene el liderazgo de la marca, aunque con niveles ligeramente inferiores de participación que la que presenta Chevrolet a nivel nacional.

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

En el año 2007 la empresa reduce sus unidades vendidas en aproximadamente 11% respecto a septiembre del año anterior, reduciéndose también su participación en el mercado de la Zona Centro. Los motivos de este comportamiento son los mismos que los que han afectado el sector automotriz a nivel nacional, en relación a la menor oferta de crédito automotriz, incertidumbre en cuánto a las políticas del régimen y una competencia más agresiva.



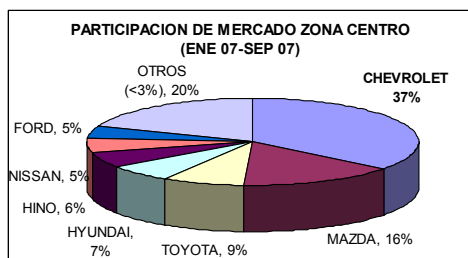
FUENTE: ASSA, Basado en información de General Motors

GESTION OPERATIVA

ESTADO DE RESULTADOS	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07
Ingresos por ventas y servicios	39,370	50,775	53,410	38,132
(-) Costo de venta y servicios	(34,476)	(44,689)	(47,060)	(33,174)
RESULTADO BRUTO	4,894	6,086	6,350	4,959
(+) Intereses Ganados (clientes)	348	641	661	690
(-) Gastos Administrativos	(569)	(522)	(646)	(536)
(-) Gastos de Comercialización	(2,158)	(2,651)	(2,707)	(2,691)
RESULTADO OPERATIVO	2,515	3,554	3,658	2,420
Gastos Netos No Operac.	57	(608)	(202)	(340)
Result. Antes Gastos Financ.	2,572	2,946	3,456	2,080
(-) Gastos Financieros	(93)	(130)	(124)	(191)
Result. Antes Imp. y Particip.	2,479	2,816	3,332	1,889
(-) Particip. Empleados en Utilidades	(371)	(417)	(495)	(283)
Resultado Antes Imp. a la Renta	2,108	2,399	2,837	1,606
(-) Impuesto a la Renta	(553)	(600)	(592)	(401)
RESULTADO NETO	1,555	1,799	2,245	1,204

La gestión operativa de ASSA se considera positiva. En comparación con otros concesionarios de la Marca la Empresa muestra indicadores de rentabilidad y de eficiencia superiores al promedio a nivel nacional, lo que se puede atribuir en buena medida a un control presupuestario detallado y estricto, así como a la medición y seguimiento continuo de distintos indicadores de gestión por parte de cada gerencia.

Los ingresos de ASSA provienen principalmente de fuentes operativas y sus indicadores de rentabilidad se han mantenido históricamente en niveles estables.



Fuente: ASSA, basado en información de General Motors.

ANALISIS DUPONT					
Año	Utilidad / Ventas	Rotación Activo	ROA	Apalancamiento	ROE
2004	3.9%	2.80	11.1%	1.55	17.2%
2005	3.5%	3.18	11.3%	1.66	18.8%
2006	4.2%	2.91	12.2%	1.82	22.2%
Sep 07	3.2%	2.62	8.3%	1.77	14.7%
Promedio	3.7%	2.88	10.7%	1.70	18.2%

Nota: Cálculos realizados con activo y patrimonio promedio Índices a Septiembre 07 anualizados

La caída del ROA en el año 2007 se da por una reducción en la utilidad neta sobre ventas y una menor rotación del activo. Lo primero se explica por un mayor peso de los gastos operacionales dada la reducción de las ventas en este año, y lo segundo está relacionado a las inversiones de capital realizadas este año.

La principal actividad de ASSA son las ventas de vehículos, como se muestra en el siguiente cuadro:

Composición Ventas y Servicios- Septiembre 07		
Producto	Ventas (USD Miles)	Participación
Vehículos	33,987	89.1%
Repuestos	2,908	7.6%
Talleres	1,237	3.2%
Total	38,132	100.0%

Fuente: ASSA

Aproximadamente el 63% de las ventas se realizan en los locales ubicados en Ambato, un importante 27% en Riobamba y el 10% restante en Latacunga.

Si bien el número de unidades vendidas de ASSA de enero a septiembre del 2007 es inferior en 11% respecto al del mismo período del año anterior, el monto vendido se ha beneficiado de una mayor participación de vehículos pesados con un mayor precio de venta promedio y menor costo de ventas porcentual por unidad, lo que ha permitido incrementar el margen bruto.

Participación en Unidades Vendidas				
Tipo Vehículo	2004	2005	2006	Sep-07
Vehículos Livianos	89.6%	89.8%	88.3%	86.6%
Vehículos pesados	10.4%	10.2%	11.7%	13.4%
P.Venta Promedio	15,055	15,032	15,654	16,039
Margen bruto	12.4%	12.0%	11.9%	13.0%

Adicionalmente, considerando que el mayor volumen de ventas se da históricamente en los meses de julio y diciembre, la empresa espera terminar el año con un número de unidades vendidas 6% inferior que en diciembre del año anterior.

Además del control estricto del presupuesto que se mantiene, las remuneraciones de personal tienen componentes variables importantes, que varían dependiendo de la naturaleza de cada función.

El importante componente variable en sus operaciones le da a la empresa una estructura flexible frente a cambios de ciclos de la Industria. De acuerdo al análisis de la empresa, el punto de equilibrio de ventas es de aproximadamente USD 2.8 millones, lo que equivale a menos de 200 vehículos al año, frente a un promedio anual de venta en los últimos tres años de 2868 unidades.

Los gastos de venta y administración representan un 8.5% del ingreso por ventas de ASSA, frente a un 6.3% a diciembre del 2006. El incremento en su participación se da principalmente por la disminución de sus ventas y por el componente fijo de este rubro. Cabe indicar que aproximadamente la mitad de este rubro corresponde a gastos de personal (sueldos, beneficios, honorarios de la Administración, y comisiones de venta), y la diferencia está relacionada con gastos administrativos pagados a GMAC, al costo de la preparación de vehículos antes de su venta, gastos de publicidad, depreciaciones y otros.

Los intereses ganados de enero a septiembre del 2007 por los préstamos directos colocados directamente representan un 104% del total generado en todo el 2006, como reflejo de un mayor saldo promedio de cartera que el año anterior. Se espera que este nivel de ingresos se mantenga ya que los recursos obtenidos por la presente emisión apoyarán la colocación de cartera.

Con respecto al gasto financiero, este representa a septiembre del 2007 únicamente el 0.5% de los ingresos por ventas y servicios, gracias al bajo apalancamiento de la empresa. Se espera que esta relación se mantenga debajo del 1% aun luego de la emisión de obligaciones analizada en este informe.

Por último, el gasto neto no operacional representa únicamente el 0.9% del ingreso por ventas y servicios, porcentaje no representativo. No obstante, se debe aclarar que este incluye un gasto por arrendamiento mercantil de USD 160 M generado principalmente por contratos vigentes con una inmobiliaria relacionada a sus accionistas por el terreno donde se está construyendo el nuevo punto de venta de Riobamba y un equipo necesario para su servicio de enderezada de carrocería, que vencen en los años 2009 y 2010 respectivamente. Cabe aclarar que la opción de compra sobre estos bienes le pertenece a la inmobiliaria. En el 2008 estas operaciones generarían un gasto por USD 185 M.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS (USD MILES)	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07
Total Activo Corriente	10,206	11,028	14,805	13,261
Fondos Disponibles	2,927	2,322	3,561	2,077
C x Cobrar Comerciales	3,712	5,040	6,342	5,442
Inventarios Neto	3,186	2,489	4,237	4,698
C x cobrar Relacionadas	41	752	111	179
Otras cuentas por cobrar	340	425	554	865
Total Activo No Corriente	4,706	5,964	4,949	5,738
Propiedades	2,897	2,356	2,309	3,261
Inversiones Acciones	463	616	482	522
C x Cobrar LP Comerc	1,346	2,992	2,158	1,937
C x Cobrar LP Otras	-	-	-	20
ACTIVOS TOTALES	14,912	16,992	19,754	18,999

PRINCIPALES INDICADORES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07
Capital de Trabajo (AC - PC)	4,991	4,186	5,827	6,113
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.75
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.60
Rotación Cx Cobrar comerciales (x)	7	6	6	7
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	9
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	7

(x) = número de veces

Como es característico del mercado de venta de autos nuevos, aproximadamente el 85% de las ventas de ASSA son realizadas a crédito. Estas operaciones se manejan con distintas opciones de financiamiento de acuerdo a las características del cliente: crédito directo ASSA, crédito de GMAC, o financiamiento de otras instituciones financieras.

La capacidad de la empresa de financiar directamente a sus clientes se hace más importante cuando la oferta de crédito en el mercado se reduce como sucedió en el 2007. El objetivo de ASSA es mantener un promedio de USD 7 millones dedicados a esta actividad.



El principal rubro del activo de ASSA son las cuentas por cobrar comerciales, con un saldo de USD 7,665 M a septiembre del 2007 (38.8% de los activos). Es importante aclarar que de este monto, USD 504 M corresponde al valor del inventario de los vehículos usados que se reciben como parte de la cuota de entrada en la venta de vehículos nuevos y cuya venta es intermediada por ASSA, USD 1,679 M son cuentas por cobrar a GMAC y otras instituciones financieras por los créditos otorgados a clientes y que deben ser reembolsados a ASSA, y la diferencia corresponde a los créditos directos dados por la Empresa.

La morosidad de la cartera de clientes se considera controlada. Si bien a septiembre 07 la cartera vencida representa el 10.84% del saldo de cartera, únicamente el 2.1% tiene una antigüedad mayor a 180 días. Adicionalmente, cabe indicar que la morosidad se elevó en los últimos dos meses frente al promedio del año (4.87%) por dos operaciones importantes relacionadas con venta de vehículos pesados, que fueron regularizadas en octubre del 2007.

Cuando el saldo de la cartera llega a niveles elevados para la empresa, ASSA realiza la venta del exceso con distintas instituciones financieras, recuperando así su liquidez. En estas transacciones la empresa continúa realizando las funciones de administración y recuperación de cartera.

Si bien históricamente estas ventas se han realizado “sin recurso”, en este año se realizaron ventas “con responsabilidad” debido a que por la inestabilidad existente las instituciones financieras tuvieron menor disponibilidad en comprar cartera. A septiembre del 2007 el monto de cartera vigente vendida y administrada es de USD 5,358 M y de este valor, USD 2,915 M es cartera vendida con responsabilidad.

En el caso del inventario (24.7% del activo), el control del stock se encuentra centralizado en la Matriz, donde se coordina según el caso, el pedido de los carros nacionales a Omnibus BB y la importación de los automóviles requeridos. Por el tiempo que involucra el proceso, ASSA requiere un plazo de aproximadamente seis meses para adecuar sus inventarios a condiciones cambiantes de mercado.

A septiembre 07, el inventario está compuesto en un 77.2% por vehículos y un 22.4% por repuestos. Cabe indicar que las compras de vehículos a General Motors que realiza ASSA son financiadas en un 100% por GMAC, a través de una línea de crédito de hasta USD 6 millones sin garantía y sin costo financiero para los primeros 30 días. Esta situación se considera una fortaleza para la empresa pues reduce su necesidad de capital de trabajo y le da una fuente de financiamiento natural para afrontar los desfases temporales entre la oferta y demanda local de vehículos.

Justamente en el transcurso del 2007 la reducción en ventas incrementó los días promedio de inventarios respecto a los niveles históricos, hecho correspondido por un incremento en las cuentas por pagar a GMAC.

En cuanto a los activos fijos, estos se componen principalmente de los terrenos, edificios y bienes muebles utilizados para realizar su negocio y representan

un 17.2% del activo fijo. No obstante, dentro de los activos fijos se encuentra un terreno, por un valor neto de depreciación de USD 272 M, que está siendo alquilado a una tercera empresa.

Cabe indicar que en el 2007 el activo fijo se ha incrementado en USD 1.1 millones, y se prevé que hasta fines de diciembre la inversión total del año llegue a USD 2.9 millones, por la construcción de la agencia que empezará a funcionar en Riobamba a fines de año y la remodelación de las instalaciones donde funciona su oficina Matriz.

Con respecto a las cuentas por cobrar a relacionadas, existe un préstamo otorgado por USD 100 M a Llantas Sierra, empresa en la que ASSA tiene participación de 50%, y una deuda de la Inmobiliaria Punto Sierra (relacionada por accionariado) por USD 75 M.

Debido al bajo apalancamiento de la Empresa, el patrimonio supera en 1.99 veces al activo no corriente.

ENDEUDAMIENTO

ENDEUDAMIENTO (USD MILES)	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07
Total Pasivo Corriente	5,215	6,842	8,978	7,148
Deuda CP instit financ	-	250	600	614
Deuda fin accionistas	754	767	758	15
Proveedores	2,285	2,896	4,992	4,825
Anticipos de Clientes	147	208	103	71
Gastos acum por Pagar	151	196	178	153
Impuestos x Pagar	434	591	480	401
Particip empleados x Pagar	371	417	495	283
Otros Pasivos Corrientes	1,073	1,517	1,372	786
Pasivo de Largo Plazo	306	359	359	408
Provisión para jubilación	306	359	359	408
PASIVOS TOTALES	5,521	7,201	9,337	7,556
Total Patrimonio				
Accionistas	9,391	9,791	10,417	11,442
Capital social	7,800	7,800	7,800	9,000
Reserva Legal	19	174	354	354
Reserva Facultativa	18	18	18	200
Utilidad retenida	1,554	1,799	2,245	1,888
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	14,912	16,992	19,754	18,999

INDICES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07
EBITDA / Gasto Financ (x)	25.57	25.66	26.54	12.08
EBITDAR / Cargos Fijos*	25.57	4.50	8.51	7.02
EBITDA -Inv.Act.F /Gasto Financ(x)	23.33	23.65	25.69	6.45
Deuda Financ Total /EBITDA (x)	0.32	0.30	0.41	0.20
Deuda Financ Neta /EBITDA (x)	-0.91	-0.39	-0.67	-0.47
Deuda Financ Total /FFO (x)	0.44	0.39	0.53	0.27
Flujo Caja Libre/ Deuda Financ Total	-188.73%	-146.51%	66.13%	-156.08%
Deuda Financ Total / Capitalización	7.43%	9.41%	11.53%	5.21%
Deuda Relacionada / Pasivo Total	13.66%	10.65%	8.12%	0.20%
Deuda Financ Total / Pasivo Total	13.66%	14.12%	14.54%	8.32%
Pasivo Total / Patrimonio (x)	0.59	0.74	0.90	0.66

* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

Una de las fortalezas actuales de ASSA es el bajo nivel de apalancamiento financiero que maneja, lo que le da una mayor flexibilidad ante requerimientos futuros de recursos por parte de terceros.

A septiembre del 2007 el 63.9% del pasivo de la Empresa proviene de GMAC, con quien tiene aprobada una línea de crédito limpia de USD 6 millones para la compra de vehículos a General Motors y Omnibus BB, que no genera un costo financiero durante los primeros



30 días. En el caso de los repuestos, la empresa tiene crédito directo de General Motors por 30 días. El monto adeudado financia completamente el inventario de la empresa.

La Compañía mantiene también una deuda financiera a corto plazo con una institución financiera local por un monto de USD 614 M, la cual se cancelará en el primer semestre del 2008.

Adicionalmente, se deben considerar los contratos de arrendamiento mercantil que la empresa mantiene. Suponiendo una tasa de descuento del 9%, el valor presente de las cuotas a pagarse por arrendamiento mercantil a septiembre del 2007 es de USD 411 M, con lo que la relación Pasivo Total / Patrimonio a septiembre de este año se incrementaría a 0.70.

El único pasivo a largo plazo en balance es la provisión para jubilación que es calculada con base en cálculos actuariales y que tiene un saldo de USD 408 M al corte de este reporte.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total	100%	100%	100%	100%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financ Corto Pl* (x)	3.88	1.29	2.15	2.63
FFO/intereses del periodo (FFO/interest cover) (x)	19.62	21.05	21.77	9.98
FFO/cargos fijos*	19.62	2.99	6.40	5.42
CFO/intereses del periodo (CFO/interest cover) (x)	-1.59	6.84	21.32	4.71
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.30	2.56	1.90	3.64
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.20	0.87	1.95	1.91
EBITDAR/Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	3.15	2.29	2.17	4.17
EBITDAR/Deuda Fin CP+gasto financ (x) anual*	2.81	2.13	2.02	3.15
EBITDAR/ Porc.Corr LP+gasto Fin (x) Anual*	25.57	4.50	8.51	7.93
Flujo Caja Libre / Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	-1.89	-1.47	0.66	-1.56

El objetivo de la emisión sería principalmente generar recursos para el financiamiento directo de la compra de vehículos.

Del análisis tanto de los estados financieros históricos como de las proyecciones de la empresa durante el tiempo que durará la presente emisión, se puede concluir que ASSA presenta indicadores de cobertura y liquidez que le permitirán cumplir con las obligaciones calificadas.

La empresa tiene capacidad para generar un flujo operativo positivo, el cual tanto en diciembre 06 como en septiembre 07 cubre en aproximadamente 1.9 veces la deuda financiera de corto plazo.

En el caso del flujo de caja libre, este es negativo principalmente por el pago de dividendos anual y por la inversión en la nueva sucursal de Riobamba en el caso del 2007. No obstante, considerando que la deuda tiene prelación al pago a los accionistas y que la empresa realiza el pago de dividendos basada en las necesidades futuras de inversión esta situación es aceptable.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

Activos (Septiembre, 2007)	Saldo (USD Miles)	Activos Libres de Gravámen
Caja-Bancos	2,076.50	2,076.50
Cuentas por cobrar Comerciales	5,442.44	5,442.44
Cuentas por cobrar Otras	359.40	359.40
Inventarios	4,698.14	4,698.14
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	684.46	684.46
Cuentas por cobrar LP	1,936.56	1,936.56
Propiedades y Equipo	3,261.13	1,767.83
Inversiones de Largo Plazo	-	-
Otros Activos	541.11	541.11
TOTAL	18,999.74	17,506.44
MONTO POR EMITIR (USD Miles)		4,000.00
EMISIONES / ACTIVOS GARANTIA GENERAL		22.8%

La presente emisión está garantizada con garantía general de la empresa. La emisión propuesta representa el 22.8% de los activos libres de gravamen, porcentaje holgado frente al límite máximo legal de 80%.

La empresa ha determinado que sus activos esenciales son sus inventarios y activos fijos, los cuales a septiembre suman un total de USD 7,959.27. De este monto, están libres de gravamen USD 6,465.97, lo que representa 1.6 veces el valor nominal de las obligaciones a emitirse.

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

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

A nuestro criterio, estos resguardos le dan mayor fortaleza a la emisión, al limitar acciones que puedan deteriorar la calidad crediticia de ASSA.

■ COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION

La presente emisión de obligaciones será la primera que realizará ASSA por lo que no existe experiencia en cuanto a la demanda y al comportamiento de los títulos del emisor en el mercado.

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA				
RESULTADOS	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	NO AUDIT
	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07
Ambato, ECUADOR				
Ventas	39,370	50,775	53,410	38,132
% crecimiento	1.8%	29.0%	5.2%	-4.8%
Costo de Ventas	-34,476	-44,689	-47,060	-33,174
% crecimiento	2.2%	29.6%	5.3%	-6.0%
MARGEN BRUTO (%)	12%	12%	12%	13%
EBITDA OPERATIVO*	2,378	3,336	3,291	2,308
MARGEN EBITDA (%)	6.0%	6.6%	6.2%	6.1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye gtos administ. partic. empleados)	2,378	3,336	3,291	2,308
MARGEN EBITDAR (%)	6.04%	6.57%	6.16%	6.05%
Cuota leasing del periodo	0	785	298	161
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente los incluidos gastos operativos)	234	199	128	171
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,144	3,137	3,163	2,137
Gasto Financiero del periodo	(93)	(130)	(124)	(191)
Impuestos a la renta	(553)	(600)	(592)	(401)
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	12.2%	14.7%	10.4%	25.6%
UTILIDAD NETA	1,555	1,799	2,245	1,204
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17.2%	18.8%	22.2%	14.7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.1%	11.3%	12.2%	8.3%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	1,789	1,995	2,373	1,375
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(1,880)	(1,717)	68	(818)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	(91)	278	2,442	559
Inversión en Activos Fijos	(206)	(262)	(105)	(1,077)
Otras Inversiones, Neto	(208)	515	180	(40)
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	(507)	531	2,517	(517)
Variación Neta de Deuda Financiera	428	263	341	(749)
Variación Neta de Capital o Aportes para Futuras Capitalizaciones	(900)	(1,399)	(1,619)	(178)
Pago de Dividendos	(900)	(1,399)	(1,619)	(178)
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	(979)	(605)	1,239	(1,485)
Medidas del Flujo de Caja ajustadas según FITCH	-0.2	0.9	1.9	1.4
EBITDA OPERATIVO	2,378	3,336	3,291	2,308
(-) Gasto Financiero del periodo	(93)	(130)	(124)	(191)
(-) Impuesto a la renta del periodo	(553)	(600)	(592)	(401)
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	-	-	-	-
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,732	2,606	2,675	1,715
(-) Variación Capital de Trabajo	(1,880)	(1,717)	68	(818)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	(148)	889	2,644	899
(*) ingresos no operativos que impliquen flujo	57	-	-	-
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-	(608)	(202)	(340)
(-) Dividendos pagados a accionistas y devolución Aportes Futuras Capitalizaciones	(900)	(1,399)	(1,619)	(178)
(-) Inversión en Acciones	(224)	(110)	180	(40)
(-) Inversión en Activos Intangibles	-	-	-	-
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(208)	(262)	(105)	(1,077)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(1,423)	(1,490)	898	(738)
CFO MARGIN (FFO/ventas) (%)	-0.38%	1.75%	4.95%	2.36%
Cuota leasing del periodo (ingreso manual - incluido en gastos no operacionales)	0	785	298	161
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERIODO)	2,378	4,121	3,589	2,468
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	2,927	2,322	3,561	2,077
Activos Totales	14,912	16,992	19,754	18,999
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	754	1,017	1,358	629
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,391	9,791	10,417	11,443
Capitalización **	10,145	10,808	11,776	12,072
ACTIVO PIGNORADO				
EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA				
ENDEUDAMIENTO	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	26.57	25.66	26.54	12.08
(EBITDA - Inver. en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	23.33	23.65	25.69	6.44
(EBITDA - Inversiones) / Gasto Financiero del periodo (x)	21.10	27.81	27.15	6.24
EBITDAR / Cargos Fijos (intereses y cuota leasing del periodo)	25.57	4.50	8.51	7.02
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	0.32	0.25	0.38	0.19
Deuda Financiera Total + Contingentes / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	0.32	0.25	0.38	0.19
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	-0.91	-0.32	-0.61	-0.44
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FFO (x)	0.44	0.39	0.53	0.27
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) + Contingentes / FFO (x)	0.44	0.39	0.53	0.27
(FCF) Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Total (ajustada al leasing si es el caso) (%)	-188.73%	-146.51%	66.13%	-156.02%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Capitalización (%)	7.43%	9.41%	11.53%	5.21%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	10.63%	8.19%	7.88%	0.20%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Pasivo Total (%)	10.63%	10.86%	14.11%	8.32%
Pasivo Total NOajust. leasing/ Patrimonio (x)	0.76	0.96	0.92	0.66
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	0.76	0.96	0.92	0.66
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	0.76	0.96	0.92	0.70
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio Tangible	0.76	0.96	0.92	0.70
Pasivo Total ajustado leasing + Contingente / Patrimonio Tangible	0.76	0.96	0.92	0.70
LIQUIDEZ				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.00%	177.19%	121.92%	125.53%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	388.20%	128.85%	215.08%	263.10%
FFO/intereses del periodo (FFO/interest cover)	1962.37%	2104.62%	2177%	998%
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)	1962.37%	299.00%	640.09%	542.27%
CFO/intereses del periodo (CFO/interest cover)	-159.14%	683.85%	2132%	471%
CFO/cargos fijos	-159.14%	97.15%	627.05%	255.79%
FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.30	2.56	1.90	3.84
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.20	0.87	1.95	1.91
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	N/A	N/A	N/A	N/A
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo (x) anual	3.15	2.29	2.17	4.17
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo+gasto financiero periodo (x) anual	2.81	2.13	2.02	3.15
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x) Anual	26.57	4.50	8.51	7.93
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-1.89	-1.47	0.66	-1.56
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	N/A	N/A	N/A	N/A
OTROS INDICES Variación Capital de Trabajo				
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	4,991	4,186	5,827	6,113
Liquidez Acida (x)	1.35	1.25	1.18	1.20
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.27	1.08	1.10	1.05
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.44	1.18	1.54	1.75
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.60
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	6	6	6	7
Días de cuentas por cobrar	48	59	59	54
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	9
Días de inventarios	34	21	33	39
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9
Días de cuentas por pagar	24	23	38	39
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS COMER. FINANCIERAS	15	15	9	9
Días de cuentas por pagar	24	23	38	38
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	7
Días de Capital de Trabajo	52	34	45	50
Días de Ciclo de Operación	-6	-22	-9	-4

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

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