

Ecuador  
 Obligaciones Generales

**Automotores de la Sierra S.A.**

**Calificación**

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

▪ **RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener 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.”**

La calificación otorgada a ASSA considera la calidad de la administración, sus resultados y posicionamiento de mercado; así como la flexibilidad y capacidad de adaptación frente a los cambios de mercado, especialmente importante dado que el sector automotor ecuatoriano es sensible a la oferta de crédito, estabilidad económica y a la percepción de seguridad de los consumidores.

ASSA tiene resultados sólidos, originados en su negocio principal, cuyo crecimiento además se ha venido sosteniendo con patrimonio de la entidad; de manera que su estructura financiera es sólida con un bajo apalancamiento operativo y financiero; características atípicas en su industria, que le otorgan flexibilidad para adaptarse a nuevas condiciones de mercado.

A dic-07, las ventas tuvieron un crecimiento anual del 6.2% frente al resultado observado a dic-06; de manera que la gestión operativa de la empresa al igual que en períodos precedentes ha sido positiva. Por otro lado, y debido a que el crecimiento del costo de ventas fue mayor al de los ingresos por ventas, a dic-07 el MBF disminuyó al 11.2%, pese a que en términos nominales el margen bruto fue más alto.

Automotores de la Sierra S.A tanto a dic-07, como a mar-08 generó un EBITDA operativo positivo, que paga el gasto financiero holgadamente y le permite cubrir los pagos de intereses y capital de la deuda. Adicionalmente el FCL negativo de la empresa obedece a requerimientos de Capex que no son recurrentes, de manera que dispone de la capacidad financiera suficiente para cubrir sus obligaciones con el mercado de valores.

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%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**Contactos**

Patricio Baus  
 (593 2) 222 23 23  
[pbaus@bankwatchratings.com](mailto:pbaus@bankwatchratings.com)

Jeanneth Molina  
 (593 2) 254 83 93  
[jmolina@bankwatchratings.com](mailto:jmolina@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: Junio/02/ 2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre de 2007 y Marzo de 2008

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.
- Un mix de precios, que se coloca en el rango menos afectado por la nueva escala arancelaria.

## 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.
- Arancel escalonado para automotores, en función del precio.
- 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 diciembre 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	371
Erco	Fabricación neumáticos	142
Ecuatrán	Elaboración transformadores eléctricos	31
Otros	Diversas	48
<b>Total</b>		<b>592</b>

\* ASSA mantiene el 50% de participación en esta empresa y el valor nominal de la inversión asciende a USD 300M.

ASSA realiza la contabilización y los correspondientes ajustes del valor de las acciones que posee de acuerdo al método del Valor Patrimonial Proporcional.

Es importante anotar que las principales inversiones están relacionadas con el mercado 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.

## ESTRUCTURA ACCIONARIAL

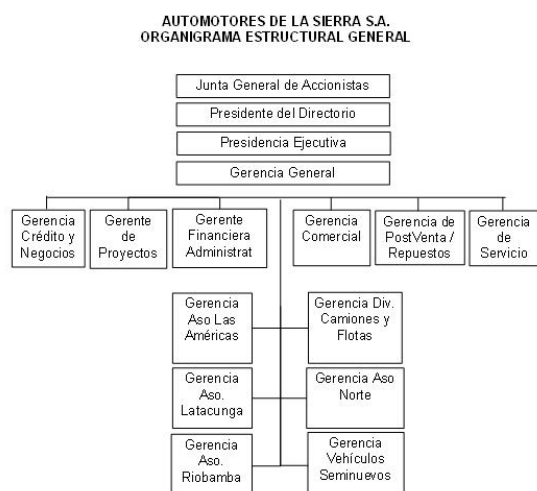
La estructura accionarial de ASSA refleja su origen familiar. Existen 34 socios accionistas, los cuales se pueden clasificar de la siguiente forma:

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

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

## ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

## CORPORATIVO



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 cuanto a las perspectivas de ventas y las características del mercado, para luego definir los parámetros base del presupuesto y realizar las reuniones para discutir las metas del año siguiente.

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

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

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

Con respecto a la infraestructura informática, la contabilidad de los distintos puntos de venta se encuentra totalmente integrada. La empresa ha desarrollado un nuevo software para manejar todos los procesos principales de la Empresa. Actualmente se encuentra en fase de estabilización del sistema.

## PROCEDIMIENTOS DE CRÉDITO

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

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

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

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

## RIESGO SECTORIAL

El sector automotor en la economía ecuatoriana ha sido dinámico a partir del año 2001, cuando las condiciones de mercado se conjugaron, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; cabe destacar que dicho sector incluye además: repuestos, combustibles,

llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz. De manera que tiene un fuerte impacto en la economía, liderando el segmento de consumo. La industria automotriz aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal.

Durante 2007, la producción nacional (ensamblaje) de automotores creció 14.5% anual; mientras las importaciones de vehículos decayeron 5.8% en igual período. De acuerdo a la AEADE, en el año 2007 se vendieron 91.778 unidades, de manera que dicho año es el de mayores ventas (record histórico) en el mercado nacional. En Ecuador en promedio hay 13 personas por vehículo, lo cual indica que existe un mercado potencial interesante comparando con otros mercados de Latinoamérica.

En 2007, el 63.64% de la oferta de vehículos fue importada; de acuerdo a datos oficiales de la AEADE, las ventas totales fueron de 91.778 unidades; siendo el segmento de automóviles el más importante; pero el de vehículos todo terreno (SUV) el de mayor crecimiento. Cabe destacar que éste ha ido perdiendo participación desde el año 2005. De acuerdo a estimaciones del sector, dicho comportamiento, así como la tendencia creciente de todo terrenos se revertiría a partir del año 2008, debido al impacto de la nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%.

TIPO DE VEHICULO	2001 %	2002 %	2003 %	2004 %	2005 %	2006 %	2007 %
automóviles	40.3	42.2	48.0	48.1	51.9	50.5	42.0
camionetas	24.2	23.2	24.6	24.0	22.1	22.4	22.5
suv	23.8	18.6	15.8	16.9	15.7	18.2	21.5
vans	2.5	3.8	4.0	4.0	2.6	1.8	2.1
camiones y buses	9.3	12.1	7.7	6.9	7.8	7.0	11.8

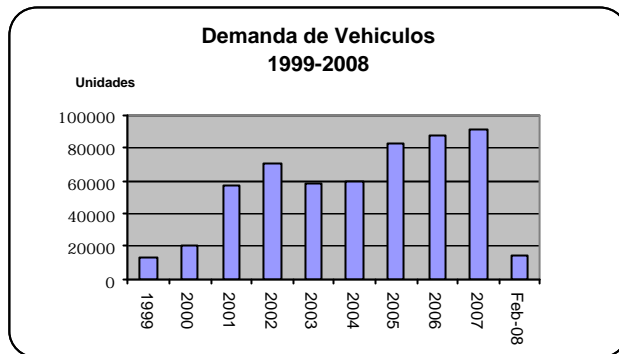
Para el año 2008 se prevé una mayor demanda de vehículos y camionetas de precios inferiores a USD 20M y USD 30M respectivamente; anticipando una reducción de demanda del 17%. Para los vehículos de lujo en 2008 se espera una caída en ventas de alrededor del 50%.

En períodos recientes, el mercado observó incrementos en la participación de vehículos de mayor nivel de precios; con la nueva normativa tributaria se esperaría que dicha situación se revierta y aquellos de menores precios obtengan mayores niveles de demanda. De acuerdo a la AEADE, la carga tributaria para este sector llegaría hasta el 87% del valor del vehículo, lo que explicaría el cambio en las preferencias del consumidor.

Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad.

El mercado automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de

atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirán en su principal fuente generadora de ingresos<sup>1</sup>, especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.



**POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA**

Automotores de la Sierra (ASSA) es concesionario de Chevrolet; durante el año 2007, el nivel de ventas del sector automotor marcó un nuevo hito histórico, con la marca Chevrolet a la cabeza del Mercado.

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.

MARCAS	2005	%	2006	%	Dic-07	%	Feb-08	%
GENERAL MOTORS	37,626	44.2	39,853	44.7	36,174	40.0	5,927	41.9
HYUNDAI	9,458	11.1	9,573	10.7	9,951	11.0	1,540	10.9
MAZDA	5,343	6.3	7,503	8.4	8,918	9.8	1,639	11.6
TOYOTA	5,714	6.7	6,328	7.1	7,848	8.7	1,239	8.8
FORD	2,649	3.1	3,493	3.9	3,554	3.9	309	2.2
NISSAN	3,066	3.6	3,041	3.4	3,426	3.8	544	3.8
KIA	3,449	4.1	3,029	3.4	2,848	3.1	650	4.6
MITSUBISHI	1,234	1.4	1,932	2.2	2,923	3.2	187	1.3
RENAULT	1,511	1.8	2,038	2.3	2,160	2.4	374	2.6
VW	3,371	4.0	1,838	2.1	1,316	1.5	140	1.0
OTRAS	11,700	13.7	10,541	11.8	11,426	12.6	1,584	11.2
<b>TOTAL MERCADO</b>	<b>85,121</b>	<b>100</b>	<b>89,169</b>	<b>100</b>	<b>90,544</b>	<b>100</b>	<b>14,133</b>	<b>100</b>

ASSA es el segundo concesionario más importante de General Motors, medido por el número de unidades vendidas en el año. Actualmente cuenta con 161 empleados y 7 puntos de venta (“ASO’s”) ubicados en Ambato (5), Riobamba y Latacunga.

La Institución realiza diariamente encuestas de satisfacción del cliente, tanto para los procesos de ventas como para talleres.

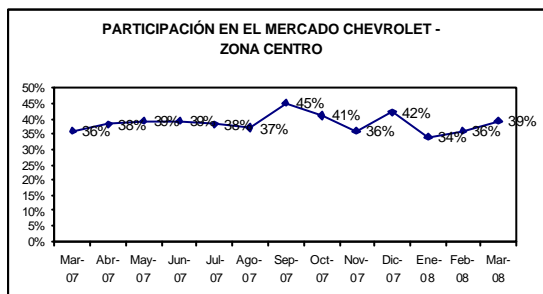
ASSA cuenta con un nuevo local en Riobamba desde enero del 2008; el antiguo ha sido destinado para la exhibición de vehículos de segunda mano, que la empresa recibe como parte de pago de nuevos automotores.

<sup>1</sup> <http://www.aeade.net/cifras.htm>

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.

Cabe mencionar que desde el año 2007 en la Zona Centro, la competencia con nuevas marcas ha sido fuerte, pero el nivel de ventas de la empresa se mantuvo acorde al comportamiento del mercado. A mar-08, el mix de precios de ASSA es de USD 21M, incluyendo camiones, de manera que no esperaría verse afectada por el cambio en el canon impositivo del sector.



FUENTE: ASSA, Basado en información de General Motors

▪ **GESTION OPERATIVA**

La gestión operativa de ASSA históricamente ha sido positiva, a dic-07 generó un EBITDA<sup>2</sup> operativo de USD 3MM, similar al observado en períodos anteriores; sin embargo, dicho resultado a mar-08 es USD 619M, lo que se explica debido a la estacionalidad del negocio.

A dic-07, el costo de ventas representa el 88.8% de los ingresos por ventas, con una participación creciente (desde el 87.2% en dic-03), para marzo cae al 87.4%; manteniendo un margen bruto de entre 11% y 13% durante el último lustro. Cabe destacar que ASSA compara sus indicadores de rentabilidad y de eficiencia con los de otros concesionarios de la marca Chevrolet; manteniendo un control presupuestario detallado y estricto, así como a la medición y seguimiento continuo de distintos indicadores de gestión por parte de cada gerencia.

A dic-07, ASSA tiene un resultado neto de USD 1.983M, generados en su negocio principal; similar situación se observa a mar-08.

Los indicadores de rentabilidad de la empresa se han mantenido históricamente en niveles estables. Cabe destacar que el negocio de ASSA es estacionario, donde las mayores ventas se registran en junio y diciembre; mientras que el primer trimestre del año suele ser para el

mercado automotor en general el de menor nivel de ventas.

Año	Utilidad / Ventas	Rotación Activo	ROA	Apalancamiento	ROE	Dupont
2004	3.9%	2.80	11.1%	1.55	17.2%	16.6%
2005	3.5%	3.18	11.3%	1.66	18.8%	16.6%
2006	4.2%	2.91	12.2%	1.82	22.2%	16.9%
Sep-07	3.2%	2.62	8.3%	1.77	14.7%	9.9%
Dic-07	3.5%	2.73	9.5%	1.81	17.3%	13.6%
Mar-08	4.4%	0.94	4.1%	1.95	8.1%	1.1%
<b>Promedio</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.88</b>	<b>10.7%</b>	<b>1.70</b>	<b>18.2%</b>	

Nota: Cálculos realizados con activo y patrimonio promedio. Índices a Septiembre 07 y Marzo 08 anualizados.

El resultado operativo a dic-07 asciende a USD 3.4MM, mientras que el de mar-08 representa el 16.53% de aquel; y se explica por los menores ingresos del período, originados en el exiguo nivel de negocios del primer trimestre del año en curso. Dicha caída en resultados operativos se tradujo en una utilidad neta de USD 616M, a la que contribuyeron otros ingresos no operacionales en USD 176.6M.

En términos anuales, el resultado neto de ASSA a dic-07 es 11.7% inferior al de dic-06; pese al crecimiento de las ventas, lo que se explica por el aumento en los gastos de comercialización registrados en 2007, cuyo rubro más importante es la publicidad y propaganda. A mar-08, el peso de los gastos de comercialización respecto del resultado bruto creció al 58.7% (49.1% a dic-07); respecto de los ingresos por ventas llegó a mar-08 al 7.4%, cuando históricamente se ha mantenido alrededor del 5%.

A mar-08, el ROE y ROA de la empresa retornan a los niveles del 2006, 22.3% y 12.6%, respectivamente. Mejorando respecto de dic-07, lo que se explica por la serie de inversiones en activos fijos emprendidas por ASSA durante el 2007.

La principal actividad de ASSA son las ventas de vehículos:

Ingresos por Línea de Negocios	a Dic. 2007	%	a mar.2008	%
Vehículos Nuevos	50,916	89.7%	10,701	87.8%
Usados	270	0.5%	90	0.7%
Repuestos	3,927	6.9%	1,028	8.4%
Talleres	1,634	2.9%	370	3.0%
<b>Total General</b>	<b>56,746</b>		<b>12,189</b>	

Fuente: ASSA

De acuerdo a la distribución por ASO, el 28% de las ventas a abril del presente año se realizaron en Riobamba. Durante 2008, el número de unidades vendidas en el primer trimestre fue bajo, pero a abril se observa una recuperación inesperada para dicho período del año.

Participación en Unidades Vendidas				
Tipo Vehículo	2004	2005	2006	Abr-08
Vehículos Livianos	89.6%	89.8%	88.3%	81.4%
Vehículos pesados	10.4%	10.2%	11.7%	18.6%
<b>P.Venta Promedio</b>	<b>15,055</b>	<b>15,032</b>	<b>15,654</b>	<b>16,039</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.0%</b>

Históricamente, ASSA registra su mayor volumen de ventas en los meses de junio y diciembre; El nivel de ventas a dic-07 subió 6.25% anual, y se aceleró especialmente durante el mes de diciembre, en concordancia con las tendencias del mercado automotor, pues se gatilló un crecimiento mayor con el anuncio de la nueva normativa impositiva para el sector a partir de enero 2008.

<sup>2</sup> A mar-08, el EBITDA está calculado sobre el resultado operativo sin deducir la participación de empleados.

Como se mencionó antes, ASSA mantiene un estricto control del presupuesto, y adicionalmente, las remuneraciones de personal tienen componentes variables importantes, en función de la naturaleza de cada posición.

Dicho componente variable en sus operaciones le da a la empresa una estructura flexible frente a cambios de ciclos de la Industria; además podría explicar el incremento en la participación de los gastos de comercialización respecto de las ventas, observado tanto a dic-07, como a mar-08.

De acuerdo a 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 3070 unidades, las ventas a mar-08 ascienden a 683 unidades, lo que representa el 21.6% de lo alcanzado a dic-07.

En cuanto al peso de los gastos de venta y administración en el ingreso por ventas de ASSA, se observa que históricamente a período completo se colocan alrededor del 6%; pero en etapas intermedias suben a hasta el 8%, como sucede a mar-08; situación que se explica por la estacionalidad del negocio.

El incremento en su participación se da principalmente por la desaceleración 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.

ASSA mantiene un bajo nivel de apalancamiento, por ello históricamente el gasto financiero representa menos del 1% de los ingresos por ventas y servicios. Durante el tiempo de vida de la emisión de obligaciones, se espera que dicha relación se mantenga debajo del 1%, dado el bajo nivel de endeudamiento del negocio.

### ■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS (USD MILES)	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Mar-08
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>10,206</b>	<b>11,028</b>	<b>14,805</b>	<b>15,784</b>	<b>12,858</b>
Fondos Disponibles	2,927	2,322	3,561	3,300	565
C x Cobrar Comerciales	3,712	5,040	6,342	8,237	4,754
Inventarios Neto	3,186	2,489	4,237	3,200	6,553
C x cobrar Relacionadas	41	752	111	431	284
Otras cuentas por cobrar	340	425	554	616	702
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>4,706</b>	<b>5,964</b>	<b>4,949</b>	<b>6,756</b>	<b>7,223</b>
Propiedades	2,897	2,356	2,309	3,652	3,760
Inversiones Acciones	463	616	482	592	592
C x Cobrar LP Comerc	1,346	2,992	2,158	2,512	2,871
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>14,912</b>	<b>16,992</b>	<b>19,754</b>	<b>22,540</b>	<b>20,081</b>

PRINCIPALES INDICADORES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Mar-08
Capital de Trabajo (AC - PC)	4,991	4,186	5,827	5,145	3,526
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.43	1.32
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.51	0.51
Rotación Cx Cobrar comerciales (x)	7	6	6	5	7
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	16	7
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9	11
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	10	13

(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 la empresa son las cuentas por cobrar comerciales, que a dic-07 tienen un saldo de USD 10.749M y de USD 7.625M a mar-08. Cabe mencionar que parte de este rubro lo constituye el inventario de 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 (a mar-08 USD 928.9M). Adicionalmente, y dado el giro de su negocio, en otras cuentas por cobrar se registran a mar-08 USD 111.6M por cobrar a instituciones financieras por los créditos otorgados a clientes y que deben ser reembolsados a ASSA.

A dic-07 la cartera vencida representa el 10.7% del saldo de cartera, el 31.9% de la cartera total tiene una antigüedad mayor a 180 días. Y presenta una morosidad superior a la observada en períodos anteriores. A mar-08, la cartera vencida es el 8.11% de la cartera total.

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 éstas han realizado "sin recurso", en el año 2007 se realizaron ventas "con responsabilidad", debido a que el sistema financiero tuvo menor disponibilidad a comprar cartera. A may-08, se ha vendido cartera por USD 1.7MM, 37% de la cual, fue con recurso. A marzo la venta fue sin recurso.

El inventario de ASSA representa a dic-07 el 14.2% del activo y el 32.63% a mar-08, dada la reducción en el nivel de ventas; 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 diciembre de 2007, el inventario está compuesto en un 65.5% por vehículos y un 30.1% 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.

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 18.7% del activo total a mar-08. Dentro de éste rubro, se encuentra un terreno de USD 272M, que está siendo alquilado a una tercera empresa.

A mar-08, ASSA tiene una cuenta por cobrar a Llantas y servicios de la sierra S.A., compañía relacionada<sup>3</sup>, por USD 100M a Llantas Sierra, y una deuda de la Inmobiliaria Punto Sierra (relacionada por accionariado) por USD 184M.

## ENDEUDAMIENTO

INDICES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Mar-08
EBITDA / Gasto Financ (x)	25.57	25.66	26.54	20.82	19.47
EBITDAR / Cargos Fijos*	25.57	4.50	8.51	8.43	14.16
EBITDA -Inv.Act.F/Gasto Financ(x)	23.33	23.65	25.69	10.56	18.20
Deuda Financ Total /EBITDAR (x)	0.32	0.25	0.38	0.58	0.37
Deuda Financ Neta /EBITDAR (x)	-0.91	-0.32	-0.61	-0.41	0.15
Deuda Financ Total /FFO (x)	0.44	0.39	0.53	0.84	0.40
Flujo Caja Libre/ Deuda Financ Total	-188.73%	-146.51%	66.13%	-39.76%	-1021.88%
Deuda Financ Total / Capitalización	7.43%	9.41%	11.53%	14.42%	8.35%
Deuda Relacionada / Pasivo Total	13.66%	10.65%	8.12%	0.14%	0.12%
Deuda Financ Total / Pasivo Total	13.66%	14.12%	14.54%	17.55%	9.65%
Pasivo Total / Patrimonio (x)	0.59	0.74	0.90	0.96	0.94

\* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

ASSA mantiene un bajo nivel de apalancamiento financiero, lo que le da una mayor flexibilidad ante requerimientos futuros de recursos por parte de terceros.

ASSA tiene aprobada una línea de crédito por USD 6MM con GMAC del Ecuador, para la compra de vehículos a General Motors y Ómnibus 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 empresa tiene deuda financiera de corto plazo con 2 entidades bancarias, por un monto total de USD 928.8M. Adicionalmente, mantiene contratos de arrendamiento mercantil, que a dic-07 suman USD 247M y USD 38.4M a mar-08; con lo que la relación Pasivo Total ajustado a leasing / Patrimonio es 0.96 y 0.94, respectivamente.

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 a dic-07 de USD 401M y de USD 418M a mar-08.

## CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Mar-08
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total*	100%	100%	100%	113%	101%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financ Corto Pl* (x)	3.88	1.29	2.15	1.51	0.60
FFO/intereses del periodo (FFO/interest cover) (x)	19.62	21.05	21.77	16.51	19.47
FFO/cargos fijos*	19.62	2.99	6.40	6.18	13.87
CFO/intereses del periodo (CFO/interest cover) (x)	-1.59	6.84	21.32	12.36	14.65
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.30	2.56	1.90	1.18	2.49
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.20	0.87	1.95	0.94	1.98
EBITDAR/Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	3.15	2.29	2.17	1.52	2.65
EBITDAR/Deuda Fin CP+gasto financ (x) anual*	2.81	2.13	2.02	1.43	2.34
EBITDAR/ Porc.Corr LP+gasto Fin (x) Anual*	25.57	4.50	8.51	8.43	17.04
Flujo Caja Libre / Deuda Fin Corto Pl (x) Anual*	-1.89	-1.47	0.66	-0.40	-10.22

\* Cargo fijo incluye intereses y dividendos de arrendamiento mercantil.

ASSA históricamente ha generado un EBITDA<sup>4</sup> positivo, pero requiere de capital de trabajo para el desarrollo de su negocio, lo que da lugar a un FCL negativo; dado que la entidad tiene un nivel bajo de apalancamiento, su patrimonio es el que tradicionalmente ha sustentado sus procesos de crecimiento. La emisión de obligaciones por tanto ha servido para generar recursos para el financiamiento directo de la compra de vehículos.

Dado el bajo nivel de endeudamiento de la empresa se prevé que ASSA presenta indicadores de cobertura y liquidez que le permitirán cumplir con las obligaciones calificadas. A mar-08, el EBITDA cubre 19.47 veces el gasto financiero del período.

A dic-07, se observa un incremento en el nivel de endeudamiento de la empresa, con un menor resultado operativo, todo ello originado en los mayores requerimientos de capital de trabajo, debido a la menor disposición de la banca para financiar cartera automotriz, a mar-08, el nivel de la deuda es menor; por ello, la cobertura del flujo de caja operativo respecto de la deuda financiera pasó de 0.94 en dic-07 a 1.98 en mar-08.

ASSA mantiene desde dic-07, un flujo de caja libre negativo, explicado por el monto de las inversiones en activos fijos que ha venido llevando a cabo, mismas que no se mantendrían en esos niveles a futuro; y que se explican por los requerimientos de la dinámica del negocio.

## ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

La primera emisión de obligaciones de ASSA está garantizada con garantía general de la empresa. La emisión propuesta representa el 21.33% de los activos libres de gravamen a mar-08, y tiene una cobertura de 5 veces.

Activos (Marzo, 2008)	Saldo (USD Miles) (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravamen
Caja-Bancos	567.17		567.17
Cuentas por cobrar Comerciales	4,751.75		4,751.75
Cuentas por cobrar Otras	624.00		624.00
Inventarios	6,553.17		6,553.17
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	361.98		361.98
Cuentas por cobrar LP	2,871.17		2,871.17
Propiedades y Equipo	3,760.42	1,331.33	2,429.09
Inversiones de Largo Plazo	-		-
Otros Activos	592.14		592.14
<b>TOTAL</b>	<b>20,081.80</b>	<b>1,331.33</b>	<b>18,750.47</b>

Fuente: Automotores de la Sierra S.A.

La empresa ha determinado que sus activos esenciales son sus inventarios y activos fijos, los cuales a septiembre suman un total de USD 10.314M.

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

<sup>3</sup> ASSA tiene participación de 50%.

<sup>4</sup> A mar-08, el EBITDA está calculado sobre el resultado operativo sin deducir la participación de empleados.



- Mantener un 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.

Estos requerimientos se están cumpliendo y a criterio de la calificadora, el papel de dichos resguardos es

proporcionarle mayor fortaleza a la emisión, al limitar acciones que puedan deteriorar la calidad crediticia de ASSA.

- **COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION**

La primera emisión de obligaciones de ASSA tuvo un dilatado proceso de aprobación, por ello salió a circulación el 1 de abril de 2008, y a la fecha del presente informe están colocados los USD 4MM en el mercado de valores; de manera que su recepción ha sido buena.

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07	Dic-07	Mar-08
<b>RESULTADOS</b>						
Ventas	39,370	50,775	53,410	38,132	56,746	13,560
% crecimiento	1.8%	29.0%	5.2%	-4.8%	6.2%	-4.4%
<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	12%	12%	12%	13%	11%	13%
<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>2,378</b>	<b>3,336</b>	<b>3,291</b>	<b>2,308</b>	<b>3,081</b>	<b>619</b>
<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	6.0%	6.6%	6.2%	6.1%	5.4%	4.6%
<b>EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>2,378</b>	<b>3,336</b>	<b>3,291</b>	<b>2,308</b>	<b>3,081</b>	<b>619</b>
<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	6.0%	6.6%	6.2%	6.1%	5.4%	4.6%
Cuota leasing del período	0	785	298	161	247	38
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los g	234	199	128	171	170	64
<b>EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>2,144</b>	<b>3,137</b>	<b>3,163</b>	<b>2,137</b>	<b>2,911</b>	<b>555</b>
Gasto Financiero del período	-93	-130	-124	-191	-148	-32
Impuestos a la renta	-553	-600	-592	-401	-638	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing	12.2%	14.7%	10.4%	25.6%	9.0%	16.2%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>1,555</b>	<b>1,799</b>	<b>2,245</b>	<b>1,204</b>	<b>1,983</b>	<b>616</b>
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17.2%	18.8%	22.2%	14.7%	18.1%	22.6%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.1%	11.3%	12.2%	8.3%	9.4%	12.6%
<b>FLUJO DE CAJA</b>						
<b>Resultado Neto</b> de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	0	0	0	0	0	0
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	1,789	1,995	2,373	1,375	2,153	1,708
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-1,880</b>	<b>-1,717</b>	<b>69</b>	<b>-816</b>	<b>-466</b>	<b>-121</b>
Inversión en Activos Fijos	-91	278	2,442	559	1,687	1,587
Otras Inversiones, Neto	-208	-262	-105	-1,077	-1,518	-1,197
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no</b>	<b>-208</b>	<b>515</b>	<b>180</b>	<b>-40</b>	<b>-36</b>	<b>0</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	-507	531	2,517	-557	133	390
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	428	263	341	-749	580	332
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-900	-1,399	-1,619	-179	-900	-1,766
<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período</b>	<b>-979</b>	<b>-605</b>	<b>1,239</b>	<b>-1,485</b>	<b>-187</b>	<b>-1,044</b>
<b>FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)</b>						
EBITDA OPERATIVO	2,378	3,336	3,291	2,308	3,081	619
(-) Gasto Financiero del período	-93	-130	-124	-191	-148	-32
(-) Impuesto a la renta del período	-553	-600	-592	-401	-638	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>1,732</b>	<b>2,606</b>	<b>2,575</b>	<b>1,716</b>	<b>2,295</b>	<b>587</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,880	-1,717	69	-816	-466	-121
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-148</b>	<b>889</b>	<b>2,644</b>	<b>900</b>	<b>1,829</b>	<b>465</b>
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	57	0	0	0	0	181
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	-608	-202	-340	-142	-88
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-900	-1,399	-1,619	-179	-900	-1,766
(-) Inversión en Acciones	-224	-110	180	-40	-40	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-208	-262	-105	-1,077	-1,518	-1,197
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-1,423</b>	<b>-1,490</b>	<b>898</b>	<b>-736</b>	<b>-771</b>	<b>-2,404</b>
<b>FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)</b>	<b>-0.38%</b>	<b>1.75%</b>	<b>4.95%</b>	<b>2.36%</b>	<b>3.22%</b>	<b>3.43%</b>
Cuota leasing del período	0	785	298	161	247	38
<b>EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)</b>	<b>2,378</b>	<b>4,121</b>	<b>3,589</b>	<b>2,469</b>	<b>3,328</b>	<b>657</b>
<b>BALANCE</b>						
Caja e Inversiones Corrientes	2,927	2,322	3,561	2,077	3,300	565
<b>Activos Totales</b>	<b>14,912</b>	<b>16,992</b>	<b>19,754</b>	<b>18,999</b>	<b>22,540</b>	<b>20,081</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	754	1,017	1,358	629	1,938	941
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	0	0	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	754	1,017	1,358	629	1,938	941
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>9,391</b>	<b>9,791</b>	<b>10,417</b>	<b>11,442</b>	<b>11,500</b>	<b>10,332</b>
<b>Capitalización ****</b>	<b>10,145</b>	<b>10,808</b>	<b>11,775</b>	<b>12,071</b>	<b>13,438</b>	<b>11,273</b>
<b>Pasivos contingente</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>ACTIVO PIGNORADO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,331</b>
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	14,912	16,992	19,754	18,999	22,540	18,750
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	0	4,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	0	0	5
Límite Legal para Emitir Obligaciones	11,930	13,594	15,803	15,199	18,032	15,000

(x) Índice expresado en número de veces

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

\*\* Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

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

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07	Dic-07	Mar-08
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	25.57	25.66	26.54	12.08	20.82	19.47
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	23.33	23.65	25.69	6.45	10.56	-18.20
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	21.10	27.61	27.15	6.24	10.32	-18.20
<b>Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual</b>	25.57	4.50	8.51	7.02	8.43	9.36
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.32	0.25	0.38	0.19	0.58	0.36
<b>Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)</b>	0.32	0.25	0.38	0.19	0.58	0.36
<b>(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)</b>	-91%	-32%	-61%	-44%	-41%	14%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	43.53%	39.03%	52.74%	27.49%	84.44%	40.09%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	43.53%	39.03%	52.74%	27.49%	84.44%	40.09%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	-188.73%	-146.51%	66.13%	-156.08%	-39.76%	-1021.88%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0.07	0.09	0.12	0.05	0.14	0.08
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	0.14	0.11	0.08	0.00	0.00	0.00
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0.14	0.14	0.15	0.08	0.18	0.10
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0.59	0.74	0.90	0.66	0.96	0.94
<b>LIQUIDEZ</b>						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.00%	177.19%	121.92%	125.53%	112.75%	104.08%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	388.20%	128.85%	215.08%	263.17%	151.03%	57.74%
<b>FFO / intereses del período (FFO/interest cover)</b>	1962.37%	2104.62%	2176.61%	998.07%	1650.68%	1947.42%
<b>CFO / intereses del período (CFO/interest cover)</b>	1962.37%	299.00%	640.09%	542.38%	618.48%	881.49%
<b>FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)</b>	-159.14%	683.85%	2132.26%	470.91%	1235.81%	1465.30%
<b>CFO / cargos fijos</b>	-159.14%	97.15%	627.05%	255.91%	463.04%	663.26%
<b>FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	2.30	2.56	1.90	3.64	1.18	2.49
<b>CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	-0.20	0.87	1.95	1.91	0.94	1.98
<b>FFO / Porción Corriente LP (x) Anual</b>	-	-	-	-	-	281.94
<b>CFO / Porción Corriente LP (x) Anual</b>	-	-	-	-	-	223.62
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	3.15	2.29	2.17	4.17	1.52	2.68
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero per	2.81	2.13	2.02	3.15	1.43	2.38
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	25.57	4.50	8.51	7.93	8.43	15.12
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-1.89	-1.47	0.66	-1.56	-0.40	-10.22
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-	-	-	-1,154.92
<b>OTROS INDICES</b>						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	4,991	4,186	5,827	6,113	5,145	3,526
Liquidez Acida (x)	1.35	1.25	1.18	1.20	1.18	0.68
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.27	1.08	1.10	1.05	1.08	0.57
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.75	1.43	1.32
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.60	0.51	0.51
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	6	7	5	7
Días de cuentas por cobrar	48	59	59	54	70	52
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	9	16	7
Días de inventarios	34	21	33	39	23	50
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9	9	11
Días de cuentas por pagar	24	23	38	39	41	32
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS COMER. FINANCIERAS	15	15	9	9	9	11
Días de cuentas por pagar	24	23	38	39	41	32
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	7	10	13
Días de Capital de Trabajo	52	34	45	50	37	27
Días de Ciclo de Operación	-6	-22	-9	-4	-15	-43
<b>Vencimientos Deuda Financiera</b>						
<b>Año</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	0	2,000	6,500
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,000</b>	<b>6,500</b>

(x) Índice expresado en número de veces