

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

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%

Contactos

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

Jeanneth Molina
(593 2) 254 83 93
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: Diciembre/29/ 2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Octubre de 2008

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.**”

ASSA al igual que los demás concesionarios de GM en el país distribuyen esencialmente, vehículos ensamblados localmente, situación a la que ha contribuido además el escalonamiento de aranceles; pues dicha marca cuenta con una amplia gama de modelos de bajo precio. Frente a la coyuntura de GM en EEUU, Omnibus BB, principal ensambladora local, no correría peligro de continuidad del negocio, según sus directivos, al importar el 100% de sus kits y licencias desde Corea. Donde la gestión de dichos productos es totalmente independiente de GM Corporation.

La calificación otorgada a ASSA se fundamenta en la calidad de la administración, 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.

Es una empresa que se caracteriza por mantener 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.

ASSA mantiene niveles de ventas crecientes, manteniendo sus márgenes y niveles de eficiencia de gasto, reflejando una gestión operativa positiva. Misma que le permite mantener indicadores de rentabilidad y eficiencia superiores al promedio de los demás concesionarios Chevrolet a nivel nacional. En cuanto al servicio al cliente, además, ASSA por medio de encuestas telefónicas ha medido que genera altos niveles de satisfacción entre sus clientes.

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.

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 octubre de 2008, ASSA mantiene inversiones en las siguientes empresas:

Empresa	Actividad	V.Libros (USD Miles)
Llantas y Servicios de la Sierra S.A.*	Comercialización neumáticos	375
Erco	Fabricación neumáticos	141
Ecuatrán	Elaboración transformadores eléctricos	31
Otros	Diversas	48
Total		596

* 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 100M.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

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

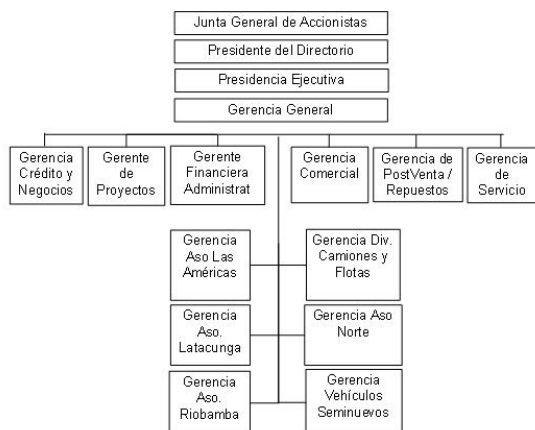
Accionistas	Participación
Familia Sevilla	60.8%
Familia Cabeza de Vaca	26.5%
Otros accionistas con participación menor al 5%	12.7%

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



AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A.
ORGANIGRAMA ESTRUCTURAL GENERAL



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,

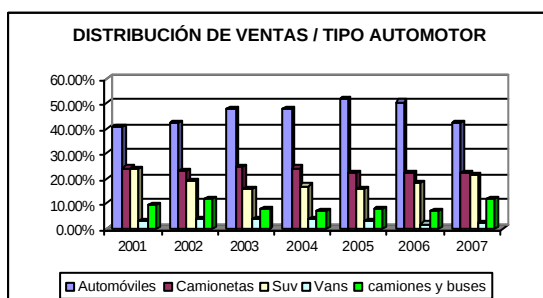
llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz. De manera que tiene un fuerte impacto en la economía, liderando el segmento de consumo. La industria automotriz aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes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

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

En el primer semestre de 2008, la tendencia en ventas de automotores es mayor a la observada a jun-07, de manera que se esperaría vender 100M autos a diciembre del año en curso; dicho crecimiento sin embargo se observa en los segmentos de precios menores a USD 20M, mientras que en los segmentos más costosos la caída en ventas ha fluctuado entre el 35% y el 50%.

Durante 2007, la producción nacional (ensamblaje) de automotores creció 14.5% anual; mientras las importaciones de vehículos decayeron 5.8% en igual período. A jun-08, la producción local es de 25,846¹ unidades, de la cual el 25.59% se destinó a la exportación. 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 amplio 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%.

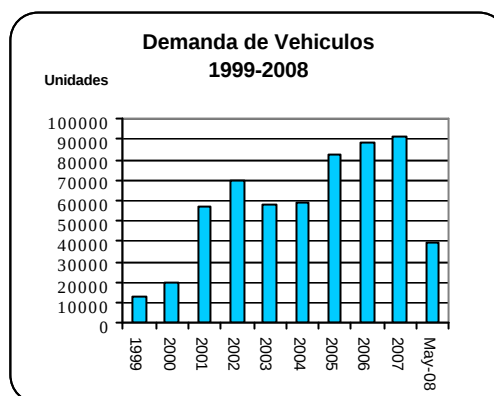


Para el año 2008 se prevé una mayor demanda de vehículos y camionetas de precios inferiores a USD 20M y USD 30M respectivamente; anticipando una reducción de demanda del 17% a nivel general. Para los vehículos

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 ingresos², especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

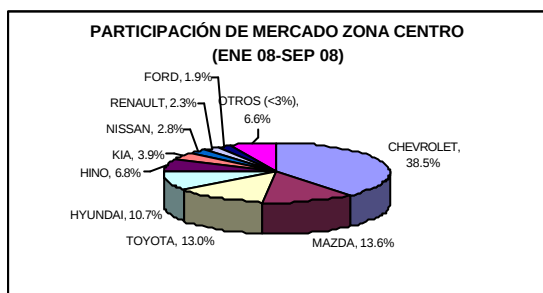
General Motors históricamente ha sido el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, cerró el año 2007 con una participación del 40% del mercado; durante 2008 con su política de diversificación de modelos de automotores con precios inferiores a USD 20M mejoró su penetración y a may-08 tiene el 42.17% de mercado.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Automotores de la Sierra (ASSA) es concesionario de Chevrolet; en 2008 nuevamente el nivel de ventas del sector automotor creció, con la marca Chevrolet a la cabeza del Mercado.

¹ Diario Hoy, Dinero del jueves 31 de julio de 2008, edición electrónica.

² <http://www.aeade.net/cifras.htm>



La Empresa tiene exclusividad para la zona Centro del País (Tungurahua, Cotopaxi y Chimborazo). Históricamente, las ventas de la Compañía han significado aproximadamente un 9% de las ventas totales de la Marca a nivel nacional. A octubre del año en curso, ASSA ha vendido 3.312 vehículos nuevos (entre automóviles y flotas).

MARCAS	2005	%	2006	%	2007	%	May.08	%
GENERAL MOTORS	37,626	44.2	39,853	44.7	36,174	40.0	16,702	42.2
HYUNDAI	9,458	11.1	9,573	10.7	9,951	11.0	4,628	11.7
MAZDA	5,343	6.3	7,503	8.4	8,918	9.8	4,145	10.5
TOYOTA	5,714	6.7	6,328	7.1	7,848	8.7	3,435	8.7
FORD	2,649	3.1	3,493	3.9	3,554	3.9	765	1.9
NISSAN	3,066	3.6	3,041	3.4	3,426	3.8	1,477	3.7
KIA	3,449	4.1	3,029	3.4	2,848	3.1	1,574	4.0
MITSUBISHI	1,234	1.4	1,932	2.2	2,923	3.2	589	1.5
RENAULT	1,511	1.8	2,038	2.3	2,160	2.4	932	2.4
VW	3,371	4.0	1,838	2.1	1,316	1.5	375	0.9
OTRAS	11,700	13.7	10,541	11.8	11,426	12.6	5,083	12.8
TOTAL MERCADO	85,121	100	89,169	100	90,544	100	39,602	100

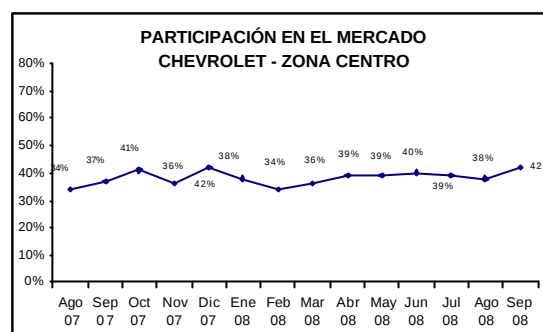
ASSA es el concesionario número uno de la red de ventas de la marca Chevrolet, medido por el número de unidades vendidas en el año. Actualmente cuenta con 171 empleados y 8 puntos de venta ("ASO's") ubicados en Ambato (5), Riobamba y Latacunga.

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

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

ASSA se beneficia del apoyo y control de General Motors en cuanto a la obtención de información estadística 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. Durante el 2008, ASSA ha mantenido un mix de precios de USD 21M, incluidos camiones.



FUENTE: ASSA, Basado en información de General Motors

GESTION OPERATIVA

Al igual que en períodos anteriores, la gestión operativa de ASSA a oct-07 generó un EBITDA³ operativo positivo de USD 2.7MM.

Al 31 de octubre, la empresa tiene ventas por USD 59MM, lo que representa un incremento del 4.1% respecto de dic-07. A oct-08 también hay una reducción pequeña en el peso del costo de ventas sobre ingresos por ventas al 87.8%, cuando a dic-07 llegó al 88.8%. Históricamente, este rubro ha tenido una participación creciente (desde el 87.2% en dic-03). Situación que da lugar a un margen bruto del período de 12%.

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.

En el período 2008, el componente del gasto que mayor crecimiento registra, son los de comercialización, que a oct-08 absorben el 6.7% de los ingresos de ventas, más de un punto por encima del mayor nivel observado en los últimos 3 años.

Al resultado operativo de ASSA contribuyen ingresos no operacionales por rendimiento de inversiones (USD 1.2MM) y otros ingresos (USD 571M).

A oct-08, ASSA tiene un resultado bruto (antes de impuestos y participaciones) de USD 3.040M, generados fundamentalmente (87%) en su negocio principal. La utilidad de ASSA a oct-08, es -0.8% inferior a la de dic-07.

Como se ha dicho antes, la empresa mantiene indicadores de rentabilidad estables. El negocio de ASSA es estacionario, 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.

³ A mar-08, el EBITDA está calculado sobre el resultado operativo sin deducir la participación de empleados.



ANÁLISIS DUPONT						Índice
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%
Oct-08	5.1%	3.18	16.4%	1.93	31.6%	12.4%
Promedio	4.0%	262.4%	10.4%	178.6%	18.5%	

Nota: Cálculos realizados con activo y patrimonio promedio.

Índices a Septiembre 07; Marzo y Octubre 08 anualizados.

A Oct-08, la empresa tiene un resultado operativo de USD 3.3MM, que representa el 97.37% del de dic-07, y que anualizado sería 17% superior al del año 2007.

A la fecha de análisis, el peso del gasto operativo en el resultado bruto ha aumentado, debido al incremento de los gastos de comercialización. Situación que presiona el resultado operativo neto antes de impuestos.

A oct-08, el ROE y ROA son 30.2% y 16.8%, respectivamente. Mejorando respecto de dic-07, debido a que las ventas durante el presente año han crecido más que el costo de ventas.

La principal actividad de ASSA son las ventas de vehículos:

Ingresos por Línea de Negocios	Dic-07	%	Mar-08	%	Oct-08	%
Vehículos Nuevos	50,916	89.7%	10,701	87.8%	54,109	91.1%
Vehículos Usados	270	0.5%	90	0.7%	308	0.5%
Repuestos	3,927	6.9%	1,028	8.4%	3,514	5.9%
Talleres	1,634	2.9%	370	3.0%	1,461	2.5%
Total General	56,746		12,189		59,392	

De acuerdo a la distribución por ASO, el 26.5% de las ventas a octubre del 2008 se realizaron en la matriz (Ambato). A octubre, el número de unidades vendidas es 4.7% superior a las ventas totales del año 2007.

Participación en Unidades Vendidas					
Tipo Vehículo	2004	2005	2006	2007	Oct-08
Vehículos Livianos	89.6%	89.8%	88.3%	86.6%	87.3%
Vehículos pesados	10.4%	10.2%	11.7%	13.4%	12.7%
P.Venta Promedio	15,055	15,032	15,654	16,039	16,039
Margen bruto	12.4%	12.0%	11.9%	11.0%	12.0%

Históricamente, ASSA ha registrado sus mayores niveles de ventas en los meses de junio y diciembre. De manera que se podría esperar que cierre el año con niveles de ventas superiores a los de 2007.

Respecto de su gestión operativa, ASSA mantiene un estricto control del presupuesto, 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 lo largo del 2008.

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. Hasta octubre de 2008, ASSA tiene ventas por 3.312 unidades, lo que representa un incremento del 4.7% frente a lo alcanzado a dic-07.

A oct-08, los gastos de operación de la empresa suman USD 4.522M, y su crecimiento se explica fundamentalmente por los gastos de comercialización originados en nuevos proyectos solicitados por la marca y que se relacionan con temas de publicidad y mercadeo, calidad en ventas, postventa, y mejoramiento continuo.

Entre los rubros operativos más importantes se cuentan los gastos de personal (sueldos, beneficios, honorarios de la Administración, y comisiones de venta), gastos administrativos pagados a GMAC, el costo de la preparación de vehículos antes de su venta, gastos de publicidad, depreciaciones y otros.

El gasto financiero a oct-08 representa menos del 1% de los ingresos por ventas y servicios, lo que se explica por el nivel de apalancamiento que mantiene la empresa. A oct-08, la empresa mantiene un apalancamiento (pasivo / patrimonio total) del 0.80. Durante el tiempo de vida de la emisión de obligaciones, se espera que dicha relación se mantenga debajo del 1%.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS (USD MILES)	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Mar-08	Oct-08
Total Activo Corriente	10,206	11,028	14,805	15,784	12,858	17,356
Fondos Disponibles	2,927	2,322	3,561	3,300	565	1,343
Inversiones temporales						2,884
C x Cobrar Comerciales	3,712	5,040	6,342	8,237	4,754	7,785
Inventarios Neto	3,186	2,489	4,237	3,200	6,553	4,864
C x cobrar Relacionadas	41	752	111	431	284	162
Otras cuentas por cobrar	340	425	554	616	702	318
Total Activo No Corriente	4,706	5,964	4,949	6,756	7,223	7,173
Propiedades	2,897	2,356	2,309	3,652	3,760	3,710
Inversiones Acciones	463	616	482	592	592	596
C x Cobrar LP Comerc	1,346	2,992	2,158	2,512	2,871	2,867
-	-	-	-	-	-	-
ACTIVOS TOTALES	14,912	16,992	19,754	22,540	20,081	24,529

PRINCIPALES INDICADORES	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Mar-08	Oct-08
Capital de Trabajo (AC - PC)	4,991	4,186	5,827	5,145	3,526	8,438
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.43	1.32	1.47
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.51	0.51	0.52
Rotación Cx Cobrar comerciales (x)	7	6	6	5	7	6
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	16	7	13
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9	11	10
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	10	13	7

(x) = número de veces

Aproximadamente el 85% de las ventas de ASSA se realizan a crédito. Dichas operaciones se manejan con distintas opciones de financiamiento de acuerdo a las características del cliente: crédito directo ASSA, crédito de GMAC, o financiamiento de otras instituciones financieras.

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. ASSA mantiene su política de 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 oct-08 tienen un saldo de USD 7.7MM. 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 (USD 308M). Adicionalmente, y dado el giro de su negocio, en otras cuentas por cobrar se registran a oct-08 USD 318M por cobrar a instituciones financieras por los créditos otorgados a clientes y que deben ser reembolsados a ASSA.



A oct-07 la cartera vencida representa el 7.71% del saldo de cartera. , el 13.38% de la cartera total tiene una antigüedad mayor a 90 días. Y presenta una morosidad superior a la observada en periodos anteriores. A oct-08, la cartera vencida es el 7.7% 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 oct-08, se ha vendido cartera por USD 5.6MM, 49.7% de la cual, fue con recurso.

A oct-08 ASSA tiene un inventario de USD 4.9MM, lo representa el 19.8% 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 la fecha de análisis, el inventario está compuesto en un 76.9% por vehículos, 17.4% por repuestos y 5.6% por accesorios, lubricantes y otros. 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 10.2MM 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. Dentro de éste rubro, se encuentra un terreno de USD 272M, que está siendo alquilado a una tercera empresa.

A oct-08, ASSA mantiene una cuenta por cobrar a Llantas y servicios de la sierra S.A., compañía relacionada⁴, 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%	-1021.82%
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.

⁴ ASSA tiene participación de 50%.

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 financiamiento para el 100% de sus inventarios⁵.

La deuda financiera que la empresa tiene a oct-08 es de largo plazo y con el mercado de valores. Adicionalmente, mantiene contratos de arrendamiento mercantil, por USD 38.4M; con lo que la relación Pasivo Total ajustado a leasing/ Patrimonio es 0.92.

Otro pasivo importante a largo plazo es la provisión para jubilación, determinada con base en cálculos actuariales y que tiene un saldo a oct-08 de USD 455M.

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 período (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 período (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 EBITDA⁶ positivo, pero requiere de capital de trabajo para el desarrollo normal de su negocio, lo que da lugar a un FCL negativo; dado que la entidad mantiene un nivel bajo de apalancamiento, es su patrimonio el que ha sustentado sus procesos de crecimiento. A oct08, la emisión de obligaciones ha servido para generar recursos para el financiamiento directo de la cartera de vehículos.

A oct-08, la empresa tiene un EBITDA de 3.330M, que cubre 10.18 veces el gasto financiero del período.

ASSA planea mantener alrededor de USD 7MM de financiamiento directo para sus clientes, así como diversificar el fondeo de inventarios, en vista de que cambios en el entorno macroeconómico global han incidido en la política de sus fuentes tradicionales.

Para 2009, podría darse una menor disposición de la banca para financiar cartera automotriz, lo que daría lugar a mayores requerimientos de capital de trabajo, para la empresa.

ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

La primera emisión de obligaciones de ASSA está garantizada con garantía general de la empresa. La

⁵ Línea de crédito por USD 10.2MM con GMAC del Ecuador, 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.

⁶ A oct-08, el EBITDA está calculado sobre el resultado operativo sin deducir la participación de empleados.



emisión en circulación representa el 13.78% de los activos libres de gravamen a oct-08, y tiene una cobertura de 7 veces.

Activos (Octubre, 2008)	Saldo (USD Miles)	Activos Pignorados	Activos Libres de Gravámen
Caja-Bancos	4,226.76		4,226.76
Cuentas por cobrar Comerciales	7,464.42		7,464.42
Cuentas por cobrar Otras	482.96		482.96
Inventarios	4,864.27		4,864.27
Gastos Anticip y Otras CxCobrar	273.07		273.07
Cuentas por cobrar LP	2,866.79		2,866.79
Propiedades y Equipo	3,710.16	1,300.17	2,409.99
Inversiones de Largo Plazo	596.29		596.29
Otros Activos	44.55		44.55
TOTAL	24,529.27	1,300.17	23,229.10

Fuente: Automotores de la Sierra S.A.

La empresa ha determinado que sus activos esenciales son sus inventarios y activos fijos, los cuales a octubre suman un total de USD 8.875M.

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.

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, con una buena recepción pues rápidamente fueron colocados los USD 4MM en el mercado de valores.

EMPRESA: AUTOMOTORES DE LA SIERRA ASSA

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Sep-07	Dic-07	Oct-08
RESULTADOS						
Ventas	39,370	50,775	53,410	38,132	56,746	59,084
% crecimiento	1.8%	29.0%	5.2%	-4.8%	6.2%	24.9%
MARGEN BRUTO (%)	12%	12%	12%	13%	11%	12%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,378	3,336	3,291	2,308	3,081	3,330
MARGEN EBITDA (%)	6.0%	6.6%	6.2%	6.1%	5.4%	5.6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,378	3,336	3,291	2,308	3,081	3,330
MARGEN EBITDAR (%)	6.0%	6.6%	6.2%	6.1%	5.4%	5.6%
Cuota leasing del período	0	785	298	161	247	141
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los q	234	199	128	171	170	62
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,144	3,137	3,163	2,137	2,911	3,268
Gasto Financiero del período	-93	-130	-124	-191	-148	-327
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%	20.3%
UTILIDAD NETA	1,555	1,799	2,245	1,204	1,983	3,040
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17.2%	18.8%	22.2%	14.7%	18.1%	30.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11.1%	11.3%	12.2%	8.3%	9.4%	16.8%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto 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	2,658
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,880	-1,717	69	-816	-466	-1,256
Inversión en Activos Fijos	-91	278	2,442	559	1,687	1,402
Otras Inversiones, Neto	-208	-262	-105	-1,077	-1,518	-81
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no	-208	515	180	-40	-36	0
Variación Neta de Deuda Financiera	-507	531	2,517	-557	133	1,321
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	428	263	341	-749	580	2,619
Pago de Dividendos	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-900	-1,399	-1,619	-179	-900	-1,785
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	-979	-605	1,239	-1,485	-187	2,155
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)						
EBITDA OPERATIVO	2,378	3,336	3,291	2,308	3,081	3,330
(-) Gasto Financiero del período	-93	-130	-124	-191	-148	-327
(-) Impuesto a la renta del período	-553	-600	-592	-401	-638	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,732	2,606	2,575	1,716	2,295	3,003
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,880	-1,717	69	-816	-466	-1,256
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-148	889	2,644	900	1,829	1,746
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	57	0	0	0	0	592
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	-608	-202	-340	-142	-493
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-900	-1,399	-1,619	-179	-900	-1,785
(-) Inversión en Acciones	-224	-110	180	-40	-40	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-208	-262	-105	-1,077	-1,518	-81
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,423	-1,490	898	-736	-771	-20
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	-0.38%	1.75%	4.95%	2.36%	3.22%	2.96%
Cuota leasing del período	0	785	298	161	247	141
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍOD)	2,378	4,121	3,589	2,469	3,328	3,471
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	2,927	2,322	3,561	2,077	3,300	4,227
Activos Totales	14,912	16,992	19,754	18,999	22,540	24,529
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	754	1,017	1,358	629	1,938	828
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	0	0	2,400
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	754	1,017	1,358	629	1,938	3,228
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,391	9,791	10,417	11,442	11,500	12,756
Capitalización ****	10,145	10,808	11,775	12,071	13,438	15,984
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	0	1,300
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	23,229
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	0	3,200
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	0	0	7
Límite Legal para Emitir Obligaciones	11,930	13,594	15,803	15,199	18,032	18,583

(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	Oct-08
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	25.57	25.66	26.54	12.08	20.82	10.18
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	23.33	23.65	25.69	6.45	10.56	9.94
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	21.10	27.61	27.15	6.24	10.32	9.94
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	25.57	4.50	8.51	7.02	8.43	7.41
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.32	0.25	0.38	0.19	0.58	0.78
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	0.32	0.25	0.38	0.19	0.58	0.78
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-91%	-32%	-61%	-44%	-41%	-24%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	43.53%	39.03%	52.74%	27.49%	84.44%	89.59%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	43.53%	39.03%	52.74%	27.49%	84.44%	89.59%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	-188.73%	-146.51%	66.13%	-156.08%	-39.76%	-0.74%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0.07	0.09	0.12	0.05	0.14	0.20
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	0.14	0.11	0.08	0.00	0.00	-
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0.14	0.14	0.15	0.08	0.18	0.27
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0.59	0.74	0.90	0.66	0.96	0.92
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.00%	177.19%	121.92%	125.53%	112.75%	30.04%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	388.20%	128.85%	215.08%	263.17%	151.03%	435.88%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1962.37%	2104.62%	2176.61%	998.07%	1650.68%	1018.44%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	1962.37%	299.00%	640.09%	542.38%	618.48%	710.95%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	-159.14%	683.85%	2132.26%	470.91%	1235.81%	534.19%
CFO / cargos fijos	-159.14%	97.15%	627.05%	255.91%	463.04%	372.91%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.30	2.56	1.90	3.64	1.18	4.35
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.20	0.87	1.95	1.91	0.94	2.53
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	-	-	127.31
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	-	-	-	74.05
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	3.15	2.29	2.17	4.17	1.52	4.30
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero per	2.81	2.13	2.02	3.15	1.43	3.06
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	25.57	4.50	8.51	7.93	8.43	7.41
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-1.89	-1.47	0.66	-1.56	-0.40	-0.03
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-	-	-	-0.84
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	4,991	4,186	5,827	6,113	5,145	8,438
Liquidez Ácida (x)	1.35	1.25	1.18	1.20	1.18	1.40
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	1.27	1.08	1.10	1.05	1.08	1.35
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.85	1.53	1.59	1.75	1.43	1.47
Patrimonio / Activo Total (x)	0.63	0.58	0.53	0.60	0.51	0.52
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	6	7	5	6
Días de cuentas por cobrar	48	59	59	54	70	55
Rotación de inventarios (x)	11	17	11	9	16	13
Días de inventarios	34	21	33	39	23	28
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	15	9	9	9	10
Días de cuentas por pagar	24	23	38	39	41	36
Rotación de cuentas por pagar (x) INCLUIDO CTAS COMER. FINANCIERAS	15	15	9	9	9	10
Días de cuentas por pagar	24	23	38	39	41	36
Rotación Capital de Trabajo	7	11	8	7	10	7
Días de Capital de Trabajo	52	34	45	50	37	49
Días de Ciclo de Operación	-6	-22	-9	-4	-15	1
Vencimientos Deuda Financiera						
Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	0	0	2,000	6,500
Vencimientos Otra deuda Financiera	0	0	0	0	0	0
Total	0	0	0	0	2,000	6,500

(x) Índice expresado en número de veces