

# Aserca Airlines C.A.

## Informe Integral

### Calificaciones

<b>Nacional</b>	
Largo Plazo	CCC (ven)
Corto Plazo	C (ven)
Emisión 2007	C1

### Resumen Financiero

(Bs. miles)	30/11/10	30/11/09
Ingresos	650,966	928,777
EBITDAR	58,829	240,703
EBITDAR (%)		
FGO	46,634	(57,173)
Deuda Financiera	242,370	411,872
Deuda/ EBITDAR	7.3x	2.3x
EBITDAR/ Gastos Fijos	0.8x	1.7x

### Factores Relevantes de la Calificación

**Débil Flujo de caja:** Las calificaciones de ASERCA reflejan el fuerte debilitamiento de su flujo de caja a mayo 2011, lo que en opinión de Fitch eleva sustancialmente el riesgo de liquidez y de refinanciamiento de la empresa en el corto y mediano plazo. El disminuido ritmo de operación de ASERCA y su caja disponible no son suficientes para enfrentar vencimientos de deuda durante los próximos doce meses de 88,5 millones de bolívares, lo que obligará a la empresa a refinanciar pagarés y buscar acuerdos de pago para extender los plazos de algunos compromisos con la banca local. Asimismo, durante el próximo año, la empresa deberá enfrentar el vencimiento de una porción importante del capital asociado a la emisión de obligaciones quirografarias por 170 millones de bolívares, con vencimiento en octubre 2012.

**Ventas y rentabilidad se contraen:** La caída en la capacidad de generación de caja de ASERCA obedece a la fuerte contracción en las ventas y la rentabilidad de la empresa al cierre del último año fiscal, situación que se ha extendido hasta mayo de 2011 producto del rezago tarifario, el aumento de los costos operativos y las mayores presiones competitivas, lo que ha resultado en una pérdida de participación de mercado frente a la competencia. El margen EBITDAR registró una fuerte caída al pasar de 26% en AF09 a 9% en AF2010. Esta tendencia decreciente en la rentabilidad de la operación se ha mantenido a mayo 2011. El aumento en el costo de combustible de la empresa producto de la devaluación del tipo de cambio de enero 2011 es un elemento que ha impactado el margen EBITDAR comentado. Lo anterior se ha traducido en un debilitamiento de sus principales indicadores de calidad crediticia. La cobertura de cargos fijos y el apalancamiento respecto al EBITDAR se deterioraron en ambos casos hasta llegar a 0,8x y 7,3x respectivamente, ambos al cierre del último año fiscal.

**Aumento de la deuda financiera:** Si bien ASERCA está implantando una estrategia para impulsar sus ventas, recuperar su flujo de caja y revertir la importante pérdida de participación de mercado que ha acusado a mayo de 2011, esta estrategia depende de un fuerte endeudamiento adicional por el orden de 122 millones de bolívares, lo cual añade a lo que es ya un elevado riesgo de refinanciamiento en el mediano plazo. Estos recursos se utilizarían para la incorporación de diez nuevos aviones a su flota durante los próximos trimestres. Fitch anticipa que la adquisición de estas nuevas aeronaves, con una mayor capacidad de movilización de pasajeros a un costo de operación similar a los de la flota actual permitirá una recuperación parcial de la rentabilidad de la empresa en los próximos meses.

**Riesgo regulatorio:** Las calificaciones incorporan las restricciones operativas del sector, producto de la regulación de tarifas por parte del INAC, organismo rector que en 2005 instauró una banda de tarifas en función de la estructura de costos de las empresas. El INAC aprobó un ajuste de 40% en las tarifas permitidas a ASERCA durante el primer semestre de 2011, el cual ha sido implementado en un 50%. Si bien este ajuste tarifario apunta en la dirección correcta, es insuficiente para recuperar los costos de la operación, los cuales han aumentado fuertemente desde enero 2011 producto de las presiones inflacionarias y especialmente del aumento de los precios del combustible. Fitch anticipa que la continuidad de un entorno competitivo, signado por importantes presiones inflacionarias, altos precios del combustible y

### Informes Relacionados

Corporate Rating Methodology  
(August 12, 2011)

### Analistas

Julio Ugueto  
+58 212 2863844  
[julio.ugueto@fitchratings.com](mailto:julio.ugueto@fitchratings.com)

José Luis Rivas  
+58 212 2863232  
[joseluis.rivas@fitchratings.com](mailto:joseluis.rivas@fitchratings.com)

el rezago en el ajuste de las tarifas a futuro pudiera generar presiones adicionales sobre el flujo de caja e indicadores de calidad crediticia de la empresa en los próximos trimestres.

### Factores que Podrían Derivar en un Cambio de Calificación

Las calificaciones asignadas podrían reducirse si ASERCA continua perdiendo participación de mercado o si una mayor contracción de sus ventas debilita aún más su capacidad de generación de flujo de caja. La mayor acumulación de cuentas intercompañía que conlleve a presiones de liquidez pudiera conducir igualmente a una reducción en las calificaciones.

### Liquidez y Estructura de Deuda

Al cierre del año fiscal 2010 la deuda total de ASERCA se ubicó en 272 millones de bolívares constantes, con una concentración a corto plazo del 40% de la deuda total. La liquidez de la empresa es muy estrecha toda vez que las disponibilidades en caja apenas representaron 0,013 veces los compromisos a corto plazo.

### Perfil

ASERCA fue constituida en el año 1968 por un grupo de empresarios locales, originalmente bajo el nombre de Aero Servicios Carabobo C.A., con el objetivo de prestar el servicio de transporte de particulares. Posteriormente, en el año 1990, una familia de empresarios venezolanos adquiere la totalidad de las acciones de la empresa y en el año 1997 cambian su denominación social a ASERCA AIRLINES, con el objetivo de especializarse en el transporte de pasajeros. En el año 2002, uno de los accionistas decidió comprar la participación del resto de los socios, con lo cual actualmente este empresario es el único propietario de ASERCA, además de ejercer la presidencia de la misma.

Con el cambio en la orientación comercial de la empresa iniciado en el año 1997, ASERCA emprendió un ambicioso plan de expansión de sus actividades, con el objetivo de extender sus operaciones a nivel internacional. En este sentido, los accionistas de la empresa adquirieron Air Aruba, con el propósito de abarcar las rutas entre el Caribe y Norteamérica. Asimismo, ASERCA inició vuelos hacia Bogotá, Lima y Miami. Sin embargo, dicha política de internacionalización fue racionalizada pocos años más tarde, siendo que debido a dificultades operativas Air Aruba fue declarada en quiebra en el año 2000, mientras que algunas de las rutas internacionales fueron canceladas de cara a los resultados poco satisfactorios obtenidos en esos países. Hoy en día, la empresa opera 10 rutas nacionales y 4 rutas internacionales. De acuerdo al perfil de pasajeros transportados, las ventas se concentran en el segmento corporativo a nivel nacional, las cuales representan en promedio 80% de los ingresos de la empresa. El 20% restante está asociado a viajes de turismo y étnico.

**Presentación de cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la empresa Alcaraz, Cabrera y Vázquez, firma miembro de KPMG para los años fiscales culminados el 30 de noviembre del período 2006-2010. Asimismo, se utilizó un corte de los estados financieros a mayo 2011. Los referidos estados financieros fueron elaborados de acuerdo a los principios de contabilidad aceptados en Venezuela, los cuales reconocen los efectos de la inflación en el poder adquisitivo de la moneda.

### Operaciones

Los ingresos de ASERCA provienen del servicio de transporte aéreo de pasajeros a 10 rutas nacionales y 4 rutas internacionales, además de vuelos especiales o charters.

En el mercado doméstico, ASERCA mantiene operaciones en las ciudades de Caracas, Barcelona, Barquisimeto, Maracaibo, Maturín, Porlamar, Puerto Ordaz, Santo Domingo (estado Táchira) y Valencia, las cuales representan los destinos con mayor tráfico de pasajeros, cónsono con la política de operar rutas en las que sea rentable ofrecer un mínimo de 3 vuelos diarios. En lo que respecta a destinos internacionales, actualmente ASERCA ofrece vuelos regulares hacia Aruba, Curazao y República Dominicana (Santo Domingo y Punta Cana), aprovechando las ventajas competitivas que posee la empresa en términos de cercanía geográfica a estos mercados

En agosto 2007 ASERCA contaba con una flota de 17 aviones, todos modelo DC-9, de los cuales 6 aeronaves eran propias y el resto arrendadas a terceros o a empresas relacionadas. Con la emisión de las Obligaciones Quirografarias de 2007 la empresa financió la compra del grueso de los aviones arrendados, de manera que al cierre de mayo 2011, ASERCA reporta una flota de 18 aviones (16 modelo DC-9 y 2 modelo MD), de los cuales 11 son propios y el resto es arrendado.

Esta flota exhibe actualmente una vida promedio superior a 30 años, lo que ha llevado a la empresa a iniciar un programa de inversión para actualizar sus aviones ya que varios de éstos ya no podrán seguir volando por no cumplir con los estándares de la industria en cuanto a horas de vuelo máximas y obsolescencia.

La empresa mantiene algunos de estos aviones en tierra para poder atender de manera efectiva cualquier eventualidad que pudiera presentarse con las unidades operativas, así como también tener cierta capacidad de respuesta para atender la creciente demanda que se registra en temporadas altas. Sin embargo, dada la marcada obsolescencia de la flota de aviones, esta estrategia no ha sido efectiva en brindar una buena atención al cliente lo que se ha traducido en retrasos y cancelaciones de vuelos por la no disponibilidad operativa de los aviones de soporte. En respuesta a esta situación, Gerencia ha comunicado su intención de incorporar 10 nuevas aeronaves a partir de julio de 2011 (modelo MD - 82, con 50% de capacidad adicional para el transporte de pasajeros), con lo cual se espera mejorar la calidad de servicio al cliente, un requisito exigido por el regulador para permitirle implementar los aumentos autorizados durante el primer semestre de 2011 de sus tarifas.

#### MARKET SHARE (Vol. De Pax)

	2010	2009
Aserca	57%	65%
Laser	10%	9%
Aerpostal	9%	7%
Conviasa	9%	9%
Venezolana	7%	6%
Rutaca	4%	3%
Avior	3%	1%
	100%	100%

Este programa de desincorporación de los aviones con marcada obsolescencia y sustitución por diez nuevos aviones con mayor capacidad de transporte de pasajeros, debería mejorar la capacidad de generación de ingresos y rentabilidad de la empresa ya que los mismos operan con una estructura de costos similar a los de la flota actual. Gerencia espera que esta renovación de la flota ayude a mejorar los ingresos de la compañía a través del impulso de la marca (inversión

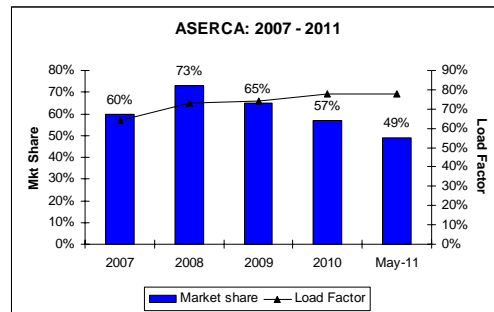
en publicidad) y acuerdos con las agencias de viajes a fin de fortalecer el factor de ocupación de sus aviones.

Dado que el grueso de las rutas de ASERCA se concentran en rutas nacionales, las operaciones han sido afectadas por la caída de la actividad económica registrada en 2009 y 2010; y siguen estando expuestas a la volatilidad característica de la economía venezolana. Específicamente, dado que el segmento corporativo es el más importante en la composición de ventas de ASERCA, el comportamiento de sus ingresos ha estado correlacionado con la contracción de la actividad económica no petrolera reciente. El aumento de las presiones competitivas y el menor dinamismo de la economía venezolana a partir de 2009 han afectado la participación de mercado de ASERCA. Si bien la empresa ha logrado mantener el factor de ocupación de sus aviones en torno a un 78% en promedio, esto no ha sido suficiente para mantener su nivel de ingresos.

De hecho, la contracción del sector transporte durante el año 2010 de 2% y la mayor competencia presentada por las líneas aéreas locales explican la importante caída de 8 puntos en la participación de mercado medida respecto al # de pasajeros transportados, al pasar de 65% de market share en AF09 a 57% en AF 2010. Estimaciones preliminares arrojan que el market share ha caído a aproximadamente 49% a mayo 2011.

### Estrategia y Posición Competitiva

Desde el año 2005, la estrategia de ASERCA ha consistido en el incremento de las operaciones nacionales y la oferta de de sus servicios internacionales hacia destinos en donde cuentan con claras ventajas competitivas.



ASERCA mantiene una estrecha alianza estratégica con Santa Bárbara Airlines, con el objetivo de complementar las rutas internacionales que mantiene esta aerolínea con los vuelos nacionales de ASERCA, así como también para generar eficiencias en el mercadeo y en la comercialización de boletos.

Las crecientes presiones competitivas han llevado a que ASERCA pierda participación de mercado en los últimos años, para lo cual se apresta a iniciar un plan de modernización de su flota de aviones a fin de mejorar la calidad de servicio y recuperar parte del terreno perdido. La meta es llevar la participación de mercado a aproximadamente 70% del mercado.

### Aspectos Regulatorios

Las actividades del sector de aviación civil en Venezuela están enmarcadas en la Ley del Instituto Nacional de Aeronáutica Civil, publicada en Gaceta Oficial el 12 de diciembre de 2005. Esta Ley establece que Instituto Nacional de Aeronáutica Civil (INAC) es la autoridad aeronáutica del país, por lo cual deberá, controlar, coordinar y certificar todas las actividades del sector aéreo, incluyendo las medidas para asegurar que las operaciones del sector se encuentren en línea con los estándares internacionales de seguridad. En este sentido, el INAC tiene entre sus funciones el otorgamiento de permisos o concesiones a las empresas para que puedan operar dentro del sector, al tiempo que pueden suspender o revocar tales concesiones si a juicio del organismo el operador no cumple con la normativa vigente. Asimismo, el INAC está facultado para administrar el derecho a operar rutas aéreas por parte de los transportistas, las cuales no podrán ser cedidas o traspasadas sin la debida autorización del organismo.

Los precios de los boletos aéreos se encuentran regulados desde el año 2005. De acuerdo a disposiciones de la Ley el INAC conjuntamente con los transportistas aéreos, acuerdan las tarifas de los boletos, en términos que permitan la prestación del servicio en condiciones satisfactorias de calidad, competitividad, seguridad, permanencia y recuperación de costos, siendo que en caso de no producirse un acuerdo, el INAC está facultado fijar de manera unilateral el esquema de tarifas. En la práctica, según lo establecido en la providencia administrativa publicada en la Gaceta Oficial del 22 de agosto de 2005, las aerolíneas deben enviar trimestralmente un reporte al INAC con la estructura de costos operativos involucrados en su actividad, mientras que el organismo tiene la facultad de decidir sobre la aprobación de la misma. Basado en esta estructura, el INAC estima una tarifa base para cada empresa y ruta, al tiempo que las aerolíneas pueden fijar sus tarifas dentro de una banda entre 40% por encima y 20% por debajo de la tarifa base en temporada alta y 30% por encima y 25% por debajo en temporada baja.

Durante el primer semestre de 2011 ASERCA recibió la aprobación por parte del regulador para un aumento de 40% en las tarifas permitidas a la empresa, ajuste que se espera ayude a revertir parcialmente la situación económica de la empresa registrada en lo que va de año 2011. A junio 2011 sólo se había implantado el primer aumento de 20% y el segundo tramo del ajuste tarifario debería implantarse durante el segundo semestre del año.

Adicionalmente, en cuanto a las operaciones en moneda extranjera por parte de las empresas en Venezuela, el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio a partir del mes de febrero de 2003, limitando así las operaciones en el mercado de divisas. Tal medida, no sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela, impone numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal situación podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas venezolanas: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

En el caso de ASERCA, el establecimiento del control de cambio tiene una significativa influencia en sus operaciones, siendo que una parte importante de sus costos están denominados en moneda extranjera, por lo cual la empresa depende de la diligencia de la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) para el normal desarrollo de sus negocios.

### **Desempeño Financiero**

La caída en el volumen de pasajeros y el mantenimiento del control de las tarifas por parte del ente regulador durante el año 2010 son factores que explican la caída del 30% de los ingresos de ASERCA en el AF10.

La evolución de los ingresos comentada incidió en la reducción de 76,8% del EBITDAR de la empresa al cierre del AF10, lo que llevo el margen de rentabilidad hasta 9% a noviembre 2010 desde 25% en noviembre 2009. Esta caída en la rentabilidad se produjo a pesar de los esfuerzos realizados por la Gerencia para controlar los costos y gastos operativos de la empresa.

El incremento global del costo de los combustibles sigue afectando el margen de rentabilidad de ASERCA aunque este efecto ha sido parcialmente mitigado por la reducción de los costos y gastos operativos asociados en parte al menor ritmo de actividad de la empresa y a los esfuerzos de la Gerencia por generar ahorros en los costos operativos de ASERCA. Sin embargo, la reducción de los costos y gastos operativos de 13,4% a noviembre 2010 no fue suficiente para contrarrestar la caída en los ingresos, lo que llevó finalmente a la caída de la rentabilidad comentada. Es importante resaltar el aumento de 20% que experimentó el costo del combustible utilizado por ASERCA durante el AF10. El precio del combustible expedido por DELTAVEN en aeropuertos venezolanos para vuelos nacionales es aproximadamente 2,6355 Bs. /lt (1,06 Bs. /lt a noviembre 2009), un 30% inferior al comercializado para rutas internacionales por "Commerce Champ" de 3,77 Bs. /lt (1,25 Bs. /lt a noviembre 2009), mientras que éste último se mantiene por debajo del precio del combustible comercializado en aeropuertos internacionales.

La caída del EBITDAR comentada se tradujo en una caída de la utilidad neta del ejercicio de 54,8% al pasar de 20,8 millones de Bs. en AF09 a 9,4 millones de Bs. en AF10. Esta utilidad registrada a noviembre 2010 es modestamente positiva a pesar de partir de una utilidad en operaciones negativa por las partidas de ingresos por diferencial cambiario y el ajuste por inflación sobre activos no monetarios, los cuales en 2010 fueron muy superiores a los registrados en el año fiscal 2009 (109,7 millones de Bs. en AF 2010 vs 38 millones de Bs. en AF 2009). De estas partidas, sólo la asociada a las ganancias cambiarias arrojó un impacto en caja positivo en AF 2010, el cual se ubicó en 35,3 millones de Bs. en 2010 frente a cero en AF09.

Al analizar el flujo de caja de la empresa, los resultados en 2010 se vieron beneficiados por la variación de otros activos y otros pasivos que permitieron que la empresa registrara un Flujo generado por las Operaciones "FGO" positivo a pesar de la fuerte caída en el EBITDAR comentada. Por el lado de los otros activos, la variación de los anticipos a proveedores (para pago de importación de repuestos básicamente) generó un impacto positivo en caja de 12,4 millones de Bs. y la variación depósitos en garantía para arrendamiento de aeronaves y turbinas aportó caja por 4,5 millones de Bs.

Por el lado de los otros activos, la variación de los anticipos a proveedores (para pago de importación de repuestos básicamente) generó un impacto positivo en caja de 12,4 millones de Bs. y la variación depósitos en garantía para arrendamiento de aeronaves y turbinas aportó caja por 4,5 millones de Bs. En cuanto a la variación de los otros pasivos, fue determinante el movimiento de la partida de ingresos diferidos "Boletos vendidos por utilizar", la cual generó un impacto positivo en caja de Bs. 21 millones en AF10 y una salida de caja de 20,3 millones de Bs. en AF09. Estas variaciones de los otros activos y pasivos sumaron caja por el orden de Bs. 29 millones en AF10 y restaron caja durante el AF09 por el orden de 104 millones de Bs. en AF09 y es la razón principal para explicar las variaciones del FGO entre 2009 y 2010.

En cuanto a la variación del capital de trabajo, una modesta reducción de las cuentas por cobrar a relacionadas, el mayor endeudamiento con proveedores, así como a una menor acumulación de inventarios respecto a años anteriores permitieron que la empresa obtuviera un impacto en caja positivo en 2010.

A pesar de lo anterior, los resultados operacionales de ASERCA lo que reflejan es una disminución de la capacidad de generación de caja asociada a la caída del EBITDAR, la cual como se explicó, fue compensada por las variaciones de los otros activos y pasivos y por la optimización de las necesidades de capital de trabajo durante el período analizado. De esta manera la empresa fue capaz de generar un Flujo de Caja Operativo positivo DE Bs. 109,4 millones, que aunado a una reducción en la inversión permitieron generar un Flujo de Fondos Libre de 85 millones de bolívares constantes a noviembre 2010.

En relación con la situación de liquidez de la empresa, vale mencionar que la caja disponible se ubicó en 1,3 millones de Bs. A noviembre 2010 (7 millones en AF09), equivalente a apenas el 0,01% de los pasivos financieros a corto plazo. Asimismo, el EBITDAR no cubre el servicio de deuda, al tiempo que la empresa exhibe riesgo de liquidez en el corto plazo por 103 millones de Bs que vencen durante el período diciembre 2010 – noviembre 2011.

Por su parte el apalancamiento respecto al EBITDAR se ubicó en 7.3x a noviembre 2010, mostrando un fuerte deterioro respecto al AF10 cuando este indicador se ubicó en 2.3x.

#### Evolución del negocio a Mayo 2011

Es importante comentar que la estructura de tarifas por rutas se mantuvo congelada por parte del INAC desde el 2008 hasta principios de 2011, siendo que recientemente el ente regulador le concedió a ASERCA un aumento en sus tarifas de 40%, el cual podrá implementarse en dos etapas (20% en marzo 2011 y 20% a partir de julio 2011). Si bien este ajuste en la estructura de tarifas era necesario, resulta insuficiente si se compara con la inflación acumulada entre 2008 y 2010, además de la devaluación acumulada en este período. En este sentido, se anticipa que la generación de caja de la empresa seguirá presionada durante 2011, especialmente por las presiones competitivas presentes en el mercado, las presiones inflacionarias en general y en particular las asociadas al costo del combustible. Otro factor que pudiera presionar la operación se asocia a posibles dificultades para el acceso a divisas a fin de poder garantizar los inventarios de repuestos y honrar los compromisos con empresas del ramo en el exterior. Si bien la empresa ha negociado el pago de algunas cuentas con proveedores en moneda local, el ciclo del negocio le sigue requiriendo el pago de anticipos en otras monedas como el dólar.

A mayo 2011 ASERCA registró una pérdida en operaciones de 84 millones de bolívares nominales, lo que se tradujo en un Margen Ebitdar de -15%. Esta caída en la rentabilidad de la operación obedece a un crecimiento de los ingresos de apenas el 2% entre mayo 2011 y mayo 2010, mientras que los costos de la operación

aumentaron en un 21% durante el mismo período. Al contabilizar los gastos administrativos, los cuales se redujeron en 5%, resulta que la estructura de costos y gastos creció en 17% a mayo 2011. Al cierre de mayo de 2011 la liquidez de la empresa representó a penas el 7,7% de sus obligaciones a corto plazo, mientras que las cuentas por cobrar a empresas relacionadas se ubicaron en 241 millones de bolívares a esa fecha (58% del total de cuentas por cobrar).

Esta evolución negativa del negocio en lo que va de año 2011 pudiera contenerse parcialmente si la Gerencia es capaz de aumentar su flota de aviones a fin de impulsar el volumen de pasajeros movilizados. Este efecto volumen, de concretarse, aunado a la reciente aprobación del aumento de 40% en las tarifas permitidas a ASERCA por parte del regulador revertirían parcialmente en el mejor de los casos la situación comentada a mayo 2011. A la fecha sólo se ha implantado el primer aumento de 20% y el segundo tramo del ajuste tarifario debería implantarse durante el mes de julio 2011.

Según lo conversado con la Gerencia, la aprobación del segundo aumento dependerá del cumplimiento de la empresa con los estándares de calidad de servicio exigidos por el Regulador, lo cual a su vez requiere que la empresa renueve su flota con miras a reducir los atrasos en sus vuelos. En este sentido, ASERCA tiene previsto acometer inversiones por 40 millones de dólares en 2011 para renovar su flota de aviones.

Por otro lado, la empresa debe enfrentar un servicio de deuda en 2011 de 117 millones de Bs. asociados a deuda bancaria y a la porción circulante de las obligaciones quirografarias con vencimiento en octubre 2012. Para enfrentar estos compromisos y el servicio de deuda durante el año 2012 ASERCA se encuentra en conversaciones para refinanciar los pagarés con la banca local y lograr acuerdos de pago por 72 millones de bolívares asociados a deuda bancaria contraída en el pasado con bancos en proceso de liquidación hoy día. Por otro lado, la empresa cuenta con un cupo disponible en líneas de crédito de apenas 10 millones de bolívares, lo cual es muy ajustado dada las necesidades de capital de trabajo de la empresa.

## Resumen Financiero - ASERCA AIRLINES C.A.

(Cifras en bolívares constantes al 30 de noviembre 2010. Años fiscales culminados el 30 de noviembre.)

Resumen Financiero	2010	2009	2008	2007	2006
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	32.159.629	219.001.741	274.722.045	174.151.818	97.267.480
EBITDAR Operativo	58.829.046	240.703.194	282.465.659	208.072.495	130.040.428
Margen de EBITDA (%)	4,9	23,6	23,6	18,8	14,7
Margen de EBITDAR (%)	9,0	25,9	24,3	22,5	19,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	19,3	10,7	41,9	23,9	23,3
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	13,0	(15,8)	(22,7)	(18,9)	0,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	4,9	11,9	23,4	6,1	19,4
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros	2,0	0,5	1,9	3,9	3,2
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros	0,7	1,9	2,2	5,8	4,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	0,8	1,7	2,2	3,2	2,4
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,2	0,6	1,4	2,2	2,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,3	0,6	1,3	1,8	1,7
FGO / Cargos Fijos	1,6	0,6	1,9	2,4	1,8
FFL / Servicio de Deuda	0,9	(0,1)	(0,7)	(1,8)	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	(0,1)	(0,6)	(1,1)	0,8
FGO / Inversiones de Capital	4,5	(1,2)	(2,8)	0,4	1,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,6	7,0	1,7	3,8	3,7
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	7,5	1,9	1,3	1,3	0,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	7,5	1,8	1,3	1,0	0,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	7,3	2,3	1,5	2,4	2,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	7,3	2,3	1,4	2,1	2,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	14,4	29,7	32,2	10,6	26,1
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,4	0,6	0,2	0,2	0,7
<b>Balance</b>					
Total Activos	801.001.615	899.785.966	787.628.397	731.371.128	331.276.762
Caja e Inversiones Corrientes	1.325.064	6.738.588	21.109.425	57.720.888	9.170.672
Deuda Corto Plazo	103.383.302	260.084.053	78.838.987	50.547.989	24.307.516
Deuda Largo Plazo	138.986.853	151.787.462	291.219.715	182.869.139	11.805.825
Deuda Total	242.370.155	411.871.515	370.058.702	233.417.128	36.113.341
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	242.370.155	411.871.515	370.058.702	233.417.128	36.113.341
Deuda Fuera de Balance	186.685.919	151.910.171	54.205.878	271.364.991	262.183.175
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	429.056.074	563.781.686	424.264.580	504.782.119	298.296.516
Total Patrimonio	195.207.660	185.846.006	165.030.565	131.254.249	123.543.177
Total Capital Ajustado	624.263.734	749.627.692	589.295.145	636.036.368	421.839.693
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	46.634.129	(57.172.642)	115.940.009	87.970.338	45.026.928
Variación del Capital de Trabajo	62.726.523	(23.389.187)	(310.350.342)	38.542.039	48.160.130
Flujo de Caja Operativo (FCO)	109.360.652	(80.561.829)	(194.410.333)	126.512.377	93.187.058
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(24.423.956)	(66.374.546)	(69.862.826)	(301.390.330)	(88.447.112)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	84.936.696	(146.936.375)	(264.273.159)	(174.877.953)	4.739.947
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(61.190)	1.947.408	10.756.113	0	8.482
Variación Neta de Deuda	(90.289.030)	130.618.001	216.912.899	223.428.167	(6.687.915)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(5.413.524)	(14.370.966)	(36.604.147)	48.550.214	(1.939.486)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	650.966.451	928.777.103	1.164.297.488	926.659.055	659.846.116
Variación de Ventas (%)	(29,9)	(20,2)	25,6	40,4	73,5
EBIT Operativo	(60.735.797)	107.346.702	127.346.051	108.132.423	36.890.537
Intereses Financieros	47.246.421	116.010.663	123.462.648	30.127.561	20.589.941
Alquileres	26.669.417	21.701.453	7.743.614	33.920.677	32.772.948
Resultado Neto	9.361.654	20.825.107	34.723.062	7.711.087	15.484.102

**Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe de una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.