

Corporativo/Venezuela Análisis de Riesgo

Aserca Airlines, C.A. (ASERCA)

Ratings

Calificación Emisor	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Largo Plazo	BBB(ven)	NC	Ago-07
Corto Plazo	F-3(ven)	NC	Ago-07

NC – No calificado anteriormente.

Calificación Emisión	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
OQ -2007	B1	NC	Ago-07

NC – No calificado anteriormente.

OQ – Obligaciones Quirografarias.

Analistas

Jorge Yanes
(58 212) 286 32 32
jorge.yanes@fitchvenezuela.com

Hilario Ramírez
(58 212) 286 38 44
hilario.ramirez@fitchvenezuela.com

Perfil

Aserca Airlines, C.A. (ASERCA), fundada en el año 1968, es una aerolínea venezolana que actualmente se dedica al transporte de pasajeros. La empresa atiende 8 destinos nacionales y 3 internacionales a través de una flota de 17 aviones DC-9. Al cierre del año fiscal 2006, la empresa registró ingresos por 258.708 millones de bolívares, siendo un 97% concentrado en las operaciones nacionales.

Fortalezas y Oportunidades

- Posición de liderazgo en el mercado local
- Incremento en el margen EBITDAR
- Operación de rutas nacionales con alto tráfico

Debilidades y Amenazas

- Riesgos inherentes a la escala del plan de inversiones
- Vulnerabilidad ante fluctuaciones de la moneda local
- Control regulatorio
- Sector procíclico y expuesto a riesgos de seguridad

Fundamentos

Las calificaciones asignadas a ASERCA reflejan sus posiciones de liderazgo en el mercado local, apoyada en su operación en las rutas nacionales en donde hay un mayor volumen de pasajeros, así como también el reciente incremento del margen EBITDAR. Asimismo, las calificaciones también incorporan los riesgos inherentes a la escala del plan de inversiones de capital proyectado, aunado a la vulnerabilidad de la empresa ante eventuales fluctuaciones de la moneda local, el control regulatorio al cual están sujetas las actividades de la empresa y sus operaciones en un sector procíclico y expuesto a riesgos de seguridad.

Durante los últimos años, ASERCA se ha consolidado en las posiciones de liderazgo del sector de aviación civil en Venezuela, producto de la expansión de su flota operativa en las rutas nacionales. La empresa ha aplicado la estrategia de ofrecer sus servicios a los destinos nacionales hacia los cuales sea rentable operar con una frecuencia mínima de tres vuelos diarios. Esta estrategia le ha permitido a ASERCA concentrar el 54% de los vuelos que se realizan entre Caracas y las 9 principales ciudades de Venezuela. Adicionalmente, ASERCA ha racionalizado sus rutas internacionales, siendo que actualmente la empresa ofrece sus servicios hacia tres islas del caribe, en donde cuenta con ventajas competitivas.

El margen EBITDAR de ASERCA se ha incrementado en los últimos años, impulsado por la reestructuración operativa y financiera iniciada por la empresa desde el año 2002, la cual incluyó una significativa reducción de sus costos laborales. Asimismo, la utilización de una flota de un solo modelo de aeronaves, diseñadas para operar en rutas cortas, ha resultado en un mayor control de los costos de combustible y en la procura de repuestos. Adicionalmente, la estrategia de ASERCA de enfocar su propuesta de valor en la calidad del servicio le ha permitido establecer una estructura de tarifas superior a las de sus principales competidores.

ASERCA planea emitir 170.000 millones de bolívares de obligaciones a mediano plazo. Los recursos provenientes de la emisión serán utilizados para financiar la adquisición de 6 nuevas aeronaves, así como también para comprar 11 unidades que actualmente está operando la empresa bajo un esquema de arrendamiento. Dicho plan de expansión está enfocado en el incremento de las frecuencias internacionales que actualmente opera ASERCA, así como la apertura de una nueva ruta hacia Trinidad y Tobago. Si bien esta estrategia le permitirá a la empresa incrementar su flujo de caja en moneda extranjera, mitigando su dependencia a la oportuna liquidación de divisas por parte del organismo regulador, la escala del proyecto de expansión le impone grandes retos a ASERCA en términos del nivel de operaciones que debe alcanzar para no generar deterioros en los indicadores de cobertura. Fitch hará seguimiento al desempeño de este plan de inversiones y su impacto en el perfil financiero de la empresa.

Es importante destacar que el sector aeronáutico en Venezuela está sujeto a una serie de controles regulatorios, que incluyen el establecimiento de una banda de precios para los boletos de las rutas nacionales, la cual es fijada por el ente regulador con base en la información provista por los participantes del mercado, así como también un régimen de concesiones para las operaciones de las rutas, todo lo cual hace que el desempeño del sector sea vulnerable a la discrecionalidad del regulador.

Agosto 2007

“Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.”

www.fitchvenezuela.com

▪ 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 hacia la que mantienen actualmente, a la vez que comienzan a 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.

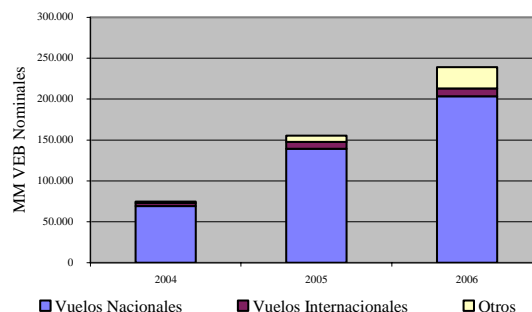
Con el cambio en la orientación comercial de la empresa iniciado en el año 1997, ASERCA emprendió un ambicioso plan de expansión de sus actividades, con el objetivo de extender sus operaciones a nivel internacional. En este sentido, los accionistas de la empresa adquirieron Air Aruba, con el propósito 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. En este sentido, ASERCA actualmente solo mantiene vuelos internacionales hacia Aruba, Curazao y República Dominicana, los cuales concentraron un 4% de los ingresos de la empresa al cierre del año fiscal 2006. Asimismo, la empresa se especializó en el transporte de pasajeros, siendo que el servicio de carga ha sido limitado, producto de la baja rentabilidad que le había representado este negocio a ASERCA.

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 2002-2006. Asimismo, fueron analizados los estados financieros no auditados de los primeros 6 meses del año fiscal 2007, culminado en mayo del año 2007. 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 9 rutas nacionales y 3 rutas internacionales, además de vuelos especiales o charters.

Gráfico N° 1
Evolución de los Ingresos



A nivel nacional, ASERCA mantiene operaciones en las ciudades de Caracas, Barcelona, Maracaibo, Maturín, Porlamar, Puerto Ordaz, Santo Domingo (estado Táchira) y Valencia, siendo que la empresa tiene como política operar rutas en las que sea rentable ofrecer un mínimo de 3 vuelos diarios. Durante el AF06, ASERCA transportó un total de 1.195.640 pasajeros entre estas rutas, representando un 97% del volumen de pasajeros que utilizaron los servicios de la empresa durante el año. Es importante destacar que si bien desde sus inicios ASERCA se enfocó a atraer a viajeros de negocios, durante el año 2001, la empresa promovió un relanzamiento de su marca con objetivo de diversificar su base de clientes para incorporar también a otras clases de pasajeros.

En lo que respecta a destinos internacionales, actualmente ASERCA ofrece vuelos hacia Aruba, Curazao y Santo Domingo (República Dominicana), siendo que la empresa se ha enfocado en los últimos años en cubrir rutas en el Caribe, aprovechando las ventajas competitivas que poseen en términos de cercanía geográfica y relativamente poca competencia que enfrentan hacia estos destinos desde Venezuela. Al cierre del año fiscal 2006, los pasajeros de vuelos internacionales representaron un 3% del total de clientes que utilizaron los servicios de la empresa.

ASERCA cuenta con una flota de 17 aviones, todos modelo DC-9, de los cuales 6 aeronaves son propias y el resto son arrendadas a terceros o a empresas relacionadas. Es importante destacar que la empresa tiene como política mantener algunos de estos aviones en tierra para poder atender de manera efectiva cualquier eventualidad que pudiera presentarse con las unidades operativas, así como también para atender la creciente demanda que se registra en temporadas altas. Si bien esta estrategia le ha representado a la empresa un incremento en sus costos, es cónsona con los esfuerzos realizados por la gerencia para mejorar el servicio al cliente. Por su parte, ASERCA ha venido operando con aviones DC-9 por tratarse de aeronaves que resultan relativamente más eficientes en términos de consumo de combustible para rutas cortas. Asimismo, esta estrategia le ha generado ahorros en la procura de repuestos para los aviones. Es importante

destacar que la flota de aeronaves tiene una antigüedad promedio de unos 30 años, al tiempo que han consumido aproximadamente un tercio de la vida útil certificada por el fabricante, según información provista por la gerencia de la empresa.

Tabla N° 1
Indicadores operativos de ASERCA

	2004	2005	2006
Factor de ocupación	48%	53%	51%
Asientos ofrecidos por mes	111.403	145.246	190.777
Pasajeros Transportados (Anual)	683.975	951.580	1.297.316
Nro de aviones operación diaria (Prom.)	4	7	9
Horas promedio por avión (Diario)	7	6	6
Vuelos promedio por avión (Diario)	8	7	7

En cuanto a los canales de venta de boletos, al cierre del AF06, un 66% de los mismos fueron comercializados a través de agencias de viajes conectadas al sistema BSP (Billing Settlement Plan), mientras que un 24% se vendieron en las oficinas propias de ASERCA o utilizando los sistemas de autoservicio instalados en los aeropuertos, un 6% fue comercializado a través de internet y el resto provino de vuelos especiales y otros canales. Es importante destacar que, siguiendo los lineamientos de la industria local, la empresa cancela un 6% del valor de los boletos vendidos por las agencias de viaje. Sin embargo, ASERCA ha mantenido una estrecha relación con estos operadores, proporcionando incentivos para favorecer el incremento de los ingresos a través de este canal de distribución.

▪ Estrategia y Posición Competitiva

El ambicioso plan de internacionalización de la empresa iniciado a finales del los años 90, aunado a la mayor competencia en precios entre los participantes del sector a nivel local y los efectos de la recesión económica experimentada en el año 2002, resultaron en el deterioro del perfil financiero de ASERCA, con lo cual la gerencia aplicó a partir de ese año una estrategia de *downsizing* de sus operaciones, racionalizando su política de expansión internacional, concentrando sus actividades en el transporte de pasajeros y promoviendo una significativa reducción de sus costos laborales. Asimismo, durante el período 2002-2004 ASERCA logró la reestructuración de los principales pasivos bancarios, la cancelación de las cuentas por cobrar que la empresas mantenía con entidades relacionadas y el aumento de su base patrimonial explicado en parte por el apoyo financiero provisto por el accionista.

Una vez superadas las dificultades financieras, desde el año 2005, la estrategia de ASERCA se ha basado en la expansión de sus operaciones locales, así como también en el progresivo incremento de los vuelos internacionales, concentradas en las islas del Caribe, región en donde cuenta con ventajas competitivas.

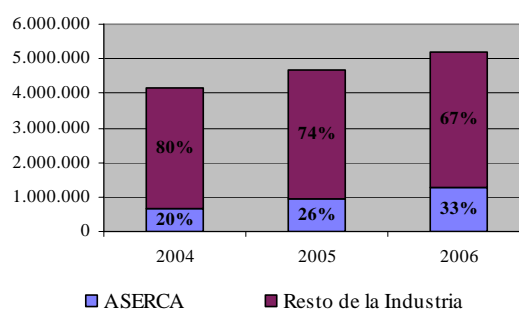
Asimismo, ASERCA ha basado su propuesta de valor en la mejora de la calidad del servicio, como mecanismo de diferenciación de su competencia. En este sentido, la

empresa ha realizado grandes esfuerzos en optimizar la puntualidad de sus vuelos y mejorar el servicio a bordo. Igualmente, desde el año 2006, ASERCA promovió la instalación de estaciones de autoservicio, con el objetivo de facilitar el expendio de boletos. La oferta de un mejor servicio al cliente le ha permitido a la empresa mantener un esquema de tarifas que resulta en promedio un 25% superior al resto de sus competidores.

Por otro lado, ASERCA planea concretar una alianza estratégica con otra línea aérea local, con la intención de complementar los vuelos para realizar conexiones entre ambas aerolíneas, siendo que la gerencia espera que esta estrategia le permita incrementar el factor de ocupación de ASERCA en el mediano plazo.

El sector de aviación comercial en Venezuela está compuesto por 8 competidores (incluyendo una empresa estatal), siendo que 5 de ellos ofrecen tanto vuelos nacionales como internacionales. Este sector se ha beneficiado en los últimos 3 años del mayor nivel de actividad económica experimentado en el país, lo que se ha reflejado en un incremento en el volumen de pasajeros. Asimismo, se espera que esta tendencia pueda ser mantenida en el mediano plazo. La expansión de la flota operativa de ASERCA le ha permitido aumentar significativamente su participación de mercado en los últimos años, transportando un 33% de los pasajeros que utilizaron líneas aéreas venezolanas durante el año 2006. Adicionalmente, en términos de boletos vendidos por medio de agencias de viajes interconectadas al sistema BSP, al cierre del año 2006, ASERCA registró una participación de mercado de un 58% en términos de facturación. Asimismo, la estrategia de la empresa en el mercado nacional de enfocarse hacia los destinos en donde sea rentable ofrecer al menos 3 vuelos diarios, ha resultado en que ASERCA actualmente concentre el 54% de los vuelos que se realizan entre Caracas y las 9 principales ciudades de Venezuela.

Gráfico N° 2
Evolución de la participación de mercado
(Pasajeros Transportados)



Fuente: ASERCA

ASERCA planea seguir incrementando su posición de mercado en los vuelos nacionales en el mediano plazo, a la vez que espera incrementar sus frecuencias internacionales hacia el Caribe. Los recursos provenientes de la emisión

por 170.000 millones de bolívares serán destinados a la adquisición de 6 aeronaves DC-9, con el objetivo de ofrecer dos vuelos diarios Caracas-Curacao y Caracas-Puerto España, además de 3 vuelos diarios Caracas Santo Domingo (República Dominicana), así como también para adquirir las 11 unidades que actualmente son utilizadas a través de un contrato de arrendamiento financiero, principalmente con empresas relacionadas. Asimismo, ASERCA espera construir dos hangares para el mantenimiento de la flota de aviones, además de actualizar la plataforma tecnológica de la empresa a través de la implementación de sistemas para el control administrativo. Fitch espera que este proyecto de expansión le permita atender la creciente demanda esperada por ASERCA en el mediano plazo, producto tanto de la continua expansión en el volumen de pasajeros en el mercado como por la reducción en las operaciones de algunos de sus más cercanos competidores. Asimismo, el mayor flujo de ingresos en moneda extranjera derivado de la expansión internacional, podría hacer menos dependiente a la empresa de la oportuna liquidación de divisas por parte del organismo regulador. Sin embargo, el comportamiento procíclico que ha mostrado el sector de la aviación comercial, aunado a la escala del proyecto de expansión imponen considerables retos a ASERCA, especialmente por hecho que al adquirir la totalidad de la flota de aeronaves, la empresa sacrifica parte de su capacidad de ajuste ante eventuales restricciones en la demanda del sector.

▪ 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.

De acuerdo a disposiciones de la Ley, el INAC conjuntamente con los transportistas aéreos, acordarán 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. Es importante destacar en enero del año 2007, el INAC obligó a suspender temporalmente algunos vuelos nacionales a ASERCA y a otras empresas del sector, por considerar que las mismas habían incumplido la regulación de precios vigente.

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 aproximadamente el 23% 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. Es importante destacar que a la fecha la empresa ha recibido las solicitudes de divisas con relativa normalidad.

▪ Desempeño Financiero¹

Durante el AF06, culminado el 30 de noviembre del año 2006, las actividades de ASERCA estuvieron beneficiadas por el incremento en el nivel de ingreso de la población, producto en parte de la mayor liquidez en la economía, asociada al incremento del gasto público. De esta forma, el número de pasajeros que utilizaron líneas venezolanas como medio de transporte se incrementó en un 5% hasta alcanzar 3.915.684 personas al cierre de diciembre del año 2006.

¹ Cifras expresadas en bolívares constantes del 31 de mayo de 2007.

El incremento del volumen de operaciones de ASERCA también estuvo soportado por la inclusión de dos nuevas aeronaves a la flota operativa de la empresa durante el año fiscal 2006. En este sentido, el volumen de pasajeros transportados se incrementó en 36% hasta 1.297.316 personas, mientras que los ingresos se ubicaron en 270.063 millones de bolívares.

Por su parte, el mayor volumen de operaciones se reflejó en el fortalecimiento de las economías de escala que permitieron un incremento en la rentabilidad de la empresa. De esta forma, la utilidad antes intereses, depreciación, impuestos y gastos por arrendamiento (EBITDAR) aumentó hasta 53.223 millones de bolívares, mientras que el margen EBITDAR alcanzó 19,7%. Los indicadores de rentabilidad podrían seguir incrementando si la empresa logra aumentar el factor de ocupación de sus aeronaves, el cual alcanzó un promedio de 51% al cierre de noviembre del año 2006.

Los indicadores de cobertura mejoraron de manera sostenida hasta el cierre del año fiscal 2006, producto del programa de reestructuración operativa y financiera iniciada por ASERCA en el año 2003. De esta forma, las relaciones de deuda total ajustada a EBITDAR y de deuda neta ajustada a EBITDAR disminuyeron hasta 2,29 y 2,22 veces al cierre de noviembre del año 2006, respectivamente. Las inversiones de capital prevista por la empresa, las cuales alcanzarían 170.000 millones de bolívares, financiadas con una emisión de deuda, con el objetivo de adquirir 6 nuevas aeronaves y comprar 11 que actualmente están siendo rentadas por ASERCA, imponen grandes retos en términos del incremento del flujo de caja que se debe registrar para no reflejar deterioros en los indicadores de cobertura. Para ello la empresa debe incrementar de manera significativa su factor de ocupación, tomando en cuenta las nuevas rutas y frecuencias que espera operar. Fitch hará un cercano seguimiento al

desempeño de esta inversión y su impacto en el perfil financiero de la empresa.

■ Eventos Financieros Recientes

Durante los primeros 6MAF07, finalizado el 31 de mayo del año 2007, la actividad económica en Venezuela mantuvo su elevado dinamismo, lo cual continuó beneficiando las actividades del sector de aviación civil. De esta forma, el promedio de pasajeros transportados al mes por ASERCA se ubicó en 162.689 personas, lo cual representa un incremento de 66% con respecto al promedio mensual registrado el año anterior. Para ello, la empresa incrementó a 13 el número de unidades operativas, reduciendo las unidades de respaldo que la empresa deja en tierra como parte de su estrategia de negocios. Sin embargo, durante el período la empresa promovió un esquema de tarifas más competitivo con el objetivo de incrementar el factor de ocupación de sus vuelos en las temporadas altas, por lo cual los ingresos solo aumentaron en un 9%, en términos anualizados, hasta alcanzar 147.007 millones de bolívares. Por su parte, el mayor flujo de caja registrado durante el período no pudo compensar el incremento de la deuda a corto plazo, aunque los indicadores de cobertura de deuda continuaron siendo cónsonos con la calificación asignada. Al cierre de mayo del año 2007, la relación de deuda ajustada a EBITDAR se ubicó en 2,86 veces. Sin embargo, la relación de EBITDAR a gastos financieros más gastos de arrendamiento cerró en 1,65 veces, indicador considerado bajo, tomando en cuenta el plan de inversiones de capital de la empresa y el carácter procíclico de la industria en donde opera.

Resumen Financiero - Aserca Airlines, C.A. (ASERCA)

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de mayo de 2007)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 2.150,00 2.150,00 2.150,00 1.920,00 1.600,00 1.401,25

Meses **6** **12** **12** **12** **12** **12**
May-07 **Nov-06** **Nov-05** **Nov-04** **Nov-03** **Nov-02**

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	2,25	4,72	4,72	3,73	-0,30	-0,36
EBITDAR/(Gastos Financieros + Gastos de Arrendamiento)	1,65	2,44	2,11	1,64	0,38	0,38
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	0,18	-1,82	-7,35	-0,07	-1,41	-2,33
Deuda Total/EBITDA	0,76	0,37	0,96	1,61	-12,15	-8,40
Deuda Neta/EBITDA	0,61	0,28	0,74	1,30	-12,09	-8,16
Deuda Total Ajustada/EBITDAR*	2,86	2,29	3,30	4,59	15,56	15,18
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR*	2,75	2,22	3,16	4,42	15,54	15,07
Deuda Total/Capitalización	31,6%	22,6%	51,8%	57,7%	79,1%	70,2%
Deuda Total Ajustada/Capitalización Ajustada	70,8%	70,7%	84,7%	87,9%	92,8%	90,7%

Estado de Resultados

Ventas	147.007	270.063	197.778	111.065	78.739	105.280
Cambio (%)	8,9%	36,5%	78,1%	41,1%	-25,2%	n.d.
EBITDAR	23.336	53.223	31.399	25.353	7.371	11.361
Margen EBITDAR	15,9%	19,7%	15,9%	22,8%	9,4%	10,8%
Gastos de Arrendamiento	6.757	13.413	10.464	11.806	10.138	16.335
EBITDA	16.578	39.810	20.935	13.547	-2.768	-4.974
Margen EBITDA	11,3%	14,7%	10,6%	12,2%	-3,5%	-4,7%
Depreciación y Amortización	12.449	24.711	11.362	10.936	14.194	16.084
EBIT	4.130	15.099	9.573	2.611	-16.961	-21.058
Gastos Financieros	7.365	8.427	4.439	3.636	9.144	13.941
Costo Financiero Implícito (%)	11,5%	7,5%	4,0%	3,1%	6,4%	16,2%
Utilidad Neta	3.528	6.337	2.649	2.799	-23.447	-41.893
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	13,37%	18,31%	15,27%	22,48%	-176,42%	-473,19%
Retorno sobre Activo Promedio*	4,78%	5,59%	2,71%	2,53%	-18,54%	-61,35%

Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	21.537	37.235	20.650	14.329	-2.673	-6.090
Variación en Capital de Trabajo	-16.605	8.590	44.708	9.786	1.985	-26.485
Flujo de Caja Operativo Neto	4.932	45.825	65.358	24.115	-688	-32.574
Inversión en Activos Fijos	-15.247	-55.128	-53.561	-13.815	-10.135	-27.557
Otras Inversiones, netas	-32	-3.660	-2.659	5.353	9.899	-20.327
Variación Neta de Deuda	3.217	-21.652	-11.401	-17.285	-20.438	9.205
Variación Neta de Patrimonio	929	25.550	0	4.355	14.613	59.600
Otros financiamientos netos	7.676	8.271	2.555	1.386	5.699	12.848
Variación Neta de Caja	1.476	-794	292	4.109	-1.050	1.196
Flujo de Caja Libre	-22.638	-15.156	7.643	5.882	-20.062	-72.957

Balance

Caja y Valores Líquidos	5.230	3.753	4.547	4.255	146	1.196
Cuentas por Cobrar	5.202	6.803	5.053	1.795	3.815	4.292
Activos Totales	159.827	135.585	91.122	104.513	116.358	136.568
Deuda a Corto Plazo	20.734	9.949	14.250	21.572	26.682	33.122
Deuda a Largo Plazo	4.629	4.832	5.786	284	6.932	8.651
Deudas Fuera de Balance ⁽¹⁾	108.115	107.307	83.709	94.450	81.107	130.679
Total Deuda Ajustada	133.478	122.087	103.745	116.306	114.721	172.453
Total Patrimonio	55.021	50.564	18.676	16.027	8.874	17.707
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0
Total Capital Ajustado	188.499	172.651	122.422	132.333	123.595	190.159

Liquidez

Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	82%	67%	71%	99%	79%	79%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,25x	0,38x	0,32x	0,20x	0,01x	0,04x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,93x	2,17x	1,12x	0,54x	-0,08x	-0,11x

Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (M de USD)	n.d.	-3.035,0	291,0	-10.512,0	3.127,0	-5.618,0
---	------	----------	-------	-----------	---------	----------

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de noviembre de 2006)

Año	2007	2008	2009	>2010
Vencimientos	5.785	4.069	2.748	2.911

* En caso que pertenezcan a períodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos

⁽¹⁾ Incluye gastos de arrendamiento multiplicados por ocho

Características de la Emisión

Emisor:	Aserca Airlines, C.A. (ASERCA)
Identificación de la Emisión:	2007
Tipo de Emisión:	Obligaciones Quirografarias
Monto:	Hasta 170.000 millones de bolívares.
Rendimiento:	Fijada al momento de la emisión.
Plazo:	Cinco años.
Riesgo:	B1
Categoría B	Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptibles de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que pertenece o en la economía.
Subcategoría B1	Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que esta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar el riesgo..
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la presente emisión de Obligaciones, se destinarán para la compra de los 11 aviones DC-9 de ASERCA que actualmente son operados bajo contratos de arrendamiento y la compra de 6 aviones DC-9 adicionales para atender el plan de crecimiento del emisor
Autorización de la Emisión:	La emisión fue aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas del día 15 de Agosto de 2007.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 2003-2007.2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero de Aserca Airlines, C.A. (ASERCA) publicado en agosto de 2007.

Agosto 2007

"Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente."

www.fitchvenezuela.com