

Corimón C.A. y Compañías Filiales (CORIMON)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional	
Largo Plazo	BBB+(ven)
Corto Plazo	F2 (ven)

Resumen Financiero

(Bs. miles)	5 meses	
	30/09/11	30/04/11
Ingresos	784.669	1.266.264
EBITDA	143.339	259.452
FGO	62.587	141.615
Deuda Financiera	369.682	365.012
Deuda/ EBITDA	1,1x	1,4x
EBITDA/ Intereses	3,3x	3,2x

Factores Relevantes de la Calificación

Adecuado Posicionamiento: La calificación de CORIMON refleja su conocimiento del negocio así como la fortaleza y expansión del número de marcas que comercializa, lo que ha contribuido al buen desempeño del Ebitda y la ha convertido en líder en participación de mercado en el segmento premium de pinturas medido por el volumen de ventas.

Evolución satisfactoria del negocio: Las ventas de la empresa registran un aumento de 43,8% durante el período de cinco meses a septiembre 2011 respecto al mismo período del año anterior. Asimismo, la operación registró un margen Ebitda de 18,3% a septiembre 2011 (20,5% al cierre del año fiscal 2011). Esta evolución del margen Ebitda se explica por el aumento de los precios de las materias primas y por la adquisición de divisas para la procura de materia prima importada a 4,3 bs por dólar (por encima del precio promedio de 2010). Adicionalmente, el peso del costo de la nómina dentro de los costos totales, aumentó en aproximadamente 50% a septiembre 2011 en términos nominales producto de las negociaciones de los nuevos contratos colectivos alcanzados en el año 2010.

Indicadores de calidad crediticia apropiados: La evolución del Ebitda comentado se ha traducido en una cobertura de intereses financieros promedio de 3,6x y un apalancamiento promedio de 1,2x durante los últimos 10 trimestres, niveles considerados adecuados para el nivel de calificación de la empresa. Fitch anticipa un mejor desempeño de la economía durante el resto del 2011 ante la cercanía de las elecciones presidenciales de 2012 y el favorable escenario de precios del petróleo el cual se espera se mantenga en el corto plazo, por lo que es muy probable que el desempeño operativo y financiero de CORIMON registre un fortalecimiento relativo en los próximos trimestres.

Capex soporta buen desempeño: CORIMON ha realizado importantes inversiones en sus diferentes plantas desde 2007, lo que se ha traducido en una mayor capacidad instalada y en un aumento de su productividad al disminuir los tiempos de procesamiento y el desperdicio generado por los diferentes procesos productivos, lo cual contribuye a la rentabilidad de la operación.

Estructura de costos: Las calificaciones reflejan el peso de las importaciones de materia prima en la estructura de costos de la empresa y el riesgo asociado a la obtención oportuna de divisas para garantizar la disponibilidad del inventario y la producción planificada.

Factores que Podrían Derivar en un Cambio de Calificación

Las calificaciones podrían mejorar si la empresa continúa fortaleciendo su flujo de caja a través del aumento del Ebitda o si mejora su perfil financiero mediante la reducción de la deuda a corto plazo y el apalancamiento respecto al Ebitda, lo que favorecería los indicadores de protección crediticia.

Liquidez y Estructura de Deuda

Al 30 de septiembre 2011 la caja disponible fue de Bs. 166 millones, equivalente a 0,53 veces sus obligaciones a corto plazo, mientras que la deuda total se ubicó Bs. 370 millones concentrada principalmente en préstamos con la banca local a corto plazo.

Informes Relacionados

Corporate Rating Methodology
(August 12, 2011)

Analistas

Julio Ugueto
+58 212 2863844
julio.ugueto@fitchratings.com

José Luis Rivas
+58 212 2863232
joseluis.rivas@fitchratings.com

Perfil

CORIMON fue constituida en el año 1949 con el objeto de manufacturar y comercializar pinturas arquitectónicas en Venezuela, a través de su filial Montana Fábrica de Pinturas (actualmente Corimon Pinturas C.A.). Posteriormente, en 1959, CORIMON establece dos filiales adicionales, Resimon y Montana Gráfica, la primera encargada de la producción de resinas utilizadas como materia prima en la elaboración de pinturas, mientras que la segunda manufactura envases y etiquetas para un diverso universo de clientes, incluida la misma empresa. En la década de los 60, CORIMON funda otra filial, Cerdex, a fin de elaborar brochas y otras herramientas de pintura y posteriormente establece Tiendas Montana, cadena de tiendas que comercializan productos de CORIMON y que opera bajo la modalidad de franquicias.

En el año 1992, CORIMON inició un ambicioso programa de expansión internacional, el cual incluyó el ingreso y cotización de sus ADR's en la Bolsa de Nueva York, así como la adquisición de participaciones en empresas en Argentina, México y Estados Unidos. Sin embargo, la crisis financiera que afectó a muchos países de Latinoamérica durante esa década impactó por igual la mayor parte de las empresas que conformaban a CORIMON, obligándola a reestructurar sus pasivos financieros durante el año 1996. Con la entrada de nuevos accionistas provenientes de los antiguos acreedores de la empresa, CORIMON inició un proceso de redimensionamiento de sus operaciones, incluyendo la venta progresiva de sus activos internacionales con el objetivo de concentrar las operaciones en sus negocios tradicionales en el mercado local. Este proceso de reestructuración finaliza en el año 2008 cuando CORIMON vende su último activo en el exterior, Sissons Paints, empresa encargada de la manufactura y comercialización de pinturas en la región del Caribe.

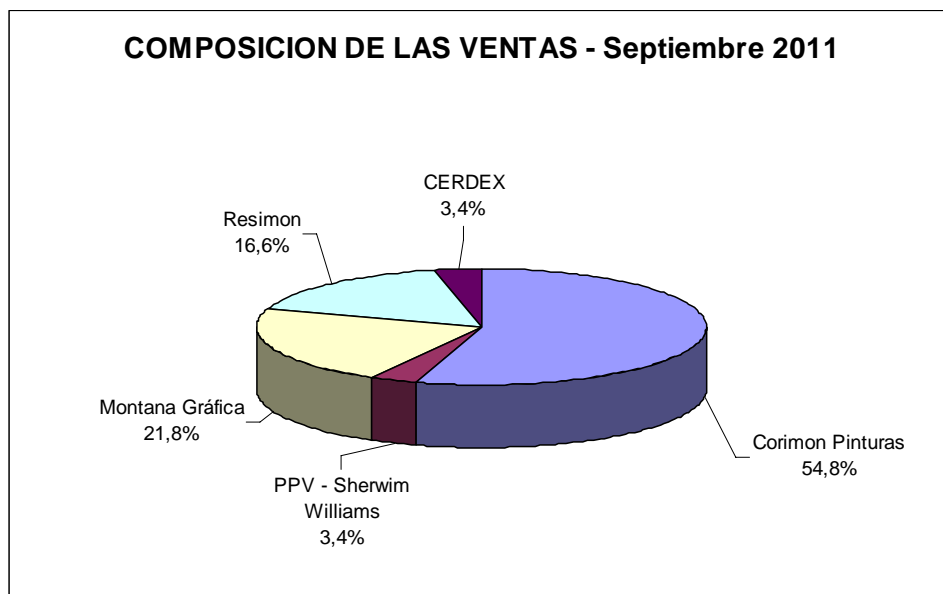
Al cierre de septiembre 2011, el capital accionario de CORIMON estaba distribuido entre 4.990 accionistas minoritarios. CORIMON continúa cotizando en la Bolsa de Valores de Caracas y sus ADR en la Bolsa de Nueva York. La junta directiva está constituida por 11 miembros, más de la quinta parte independientes, acogiéndose a las normativas establecidas por la Superintendencia Nacional de Valores.

Presentación de cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la empresa Alcaraz, Cabrera Vázquez (KPMG) para el período 2008-2011, así como un corte de los estados interinos a septiembre 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 CORIMON provienen de las operaciones realizadas por sus filiales, las cuales se dedican principalmente a la fabricación de pinturas arquitectónicas, así como productos relacionados con este sector. CORIMON centraliza la tesorería de todas las empresas del grupo, así como los departamentos de compras, recursos humanos, finanzas y tecnología de información, con el objetivo de ahorrar costos administrativos y generar sinergias entre el personal de cada una de las empresas. Adicionalmente, desde el año 2007, CORIMON cuenta con la plataforma SAP en todas sus empresas, lo cual le ha facilitado una mejor gestión y control de los procesos operativos. CORIMON PINTURAS se mantiene como la principal filial de CORIMON, al concentrar 55% de las ventas al cierre de septiembre 2011.

COMPOSICION DE LAS VENTAS - Septiembre 2011



Es importante destacar que CORIMON es altamente dependiente de la procura de materia prima de origen importado (alrededor de 35% de los costos de producción totales) con lo cual, las recientes devaluaciones del tipo de cambio oficial durante el año 2010 se ha reflejado en mayores presiones en los costos operativos y en los márgenes de la empresa. En este sentido, CORIMON mantiene una política de inventarios conducente a mantener un adecuado stock de materias primas, con el objeto de asegurar la continuidad de sus negocios y enfrentar la estacionalidad de la venta de sus productos, especialmente en el ramo de pinturas, la cual se acentúa en el último trimestre de cada año.

CORIMON PINTURAS

Esta filial fue la primera fundada por CORIMON en el año 1949. CORIMON PINTURAS opera una planta ubicada en el estado Carabobo, la cual en la actualidad opera a un 50% de la capacidad. Durante los últimos años la empresa ha realizado cuantiosas inversiones con el objetivo de operar unas instalaciones de última tecnología, lo cual se ha reflejado en una importante reducción de los costos operativos, mejorando el margen EBITDA.

Asimismo, durante el año 2007, CORIMON PINTURAS adquirió una licencia de la empresa AKZO/ICI con la cual esta filial ha obtenido asistencia técnica de una de las principales empresas globales de elaboración de pinturas. A través de esta alianza, CORIMON introdujo un sistema de preparación de sus productos que ha diversificado la variedad de colores ofrecidos a sus clientes a precios comparables a los del color blanco, lo cual ha representado un elemento de diferenciación con respecto al resto de los competidores del mercado.

CORIMON PINTURAS se ha beneficiado de las sinergias logradas con las demás empresas del grupo. Por ejemplo, la totalidad de las resinas necesarias para el proceso de producción de CORIMON PINTURAS son adquiridas de RESIMON, asegurando una adecuada provisión de esta materia prima.

Asimismo, CORIMON PINTURAS se apoya en la red de distribución TIENDAS MONTANA para colocar sus productos, la cual a septiembre 2011 comprende 165 tiendas operadas por terceros bajo la modalidad de franquicias.

Dicho canal distribuye la mayor parte de los productos de CORIMON PINTURAS, mientras que el resto de la producción se distribuye directamente a grandes distribuidores y ferreterías. La participación de las ventas por los principales canales de distribución es:

1. Tiendas Montana: 40%
2. Grandes Distribuidores: 20%, llegando a más de 1000 puntos de venta.
3. Clientes Directos: 40% (ej. El Pico, Ferretotal, Ferreterías Chapellín)

En el segmento arquitectónico, CORIMON PINTURAS comercializa las marcas Montana, Sherwin Williams y Pinco, lo que le permite mantener una alta fortaleza de marca en dicho segmento de Venezuela. La empresa ha diversificado sus modelos de productos de acuerdo a su calidad y precio, con el objetivo de satisfacer los requerimientos de los diversos estratos de la población.

MONTANA GRÁFICA

Esta filial de CORIMON se dedica a la fabricación de empaques flexibles y plegadizos para la industria de consumo masivo del país, así como también presta servicios de pre-prensa para la industria de artes gráficas. Dada la naturaleza del negocio de MONTANA GRAFICA (MG), las ventas muestran una alta concentración de clientes, siendo que un solo cliente concentra aproximadamente el 40% de las ventas a septiembre 2011.

Estos clientes son por lo general empresas de primera línea por lo que el flujo de caja asociado a las ventas es muy estable.

Actualmente MG trabaja a un 80% de su capacidad instalada y planifica adquirir una nueva línea de producción, la cual estaría disponible durante el último trimestre de 2011, a fin de poder absorber nuevos clientes, los cuales ante las crecientes dificultades para la importación de productos, optan por contratar y cubrir sus necesidades con MG.

La empresa estima una inversión de 5 millones de dólares durante el AF12 para la instalación de la nueva línea de producción, y ya ha acordado con el nuevo cliente el financiamiento de la misma. El desempeño del negocio ha sido muy bueno en los últimos años, lo que explica el importante aumento en sus ventas durante el período mayo - septiembre 2011.

Vale comentar que la concentración de clientes que exhibe esta línea de negocios reduce en términos relativos el poder de negociación de CORIMON para trasladar los incrementos de los costos operativos a los precios de los productos, lo cual se ve reflejado en un margen EBITDA menor al registrado por CORIMON Pinturas. Sin embargo, las recientes inversiones de capital en la actualización de las facilidades de producción de MONTANA GRAFICA, aunado a las mayores restricciones para la importación de bienes sustitutos a los ofrecidos por esta filial no sólo brinda estabilidad a las ventas sino que pudiera conducir a importantes reducciones de costos y en consecuencia mayor rentabilidad de la operación en los próximos trimestres.

RESIMON

RESIMON fue fundada en 1959 con el objeto de producir resinas sintéticas utilizadas en la industria de pintura, textil, automotriz, agrícola, entre otras. La empresa es

controlada en 90% por RESIMON y el 10% restante por Reichold Chemicals Inc. A lo largo de los años, RESIMON ha satisfecho las necesidades de adquisición de resinas demandadas en el proceso de producción de CORIMON PINTURAS, siendo que alrededor del 29% de las ventas de RESIMON están dirigidas hacia su mismo grupo.

Asimismo, RESIMON posee una participación de mercado acumulada de 35%, aunque en ciertos productos como aglomerantes (formol) representa el único proveedor en el país. Las ventas de RESIMON han mantenido una tendencia creciente en los últimos 5 años; sin embargo, éstas se vieron afectadas durante el año fiscal 2011 por problemas exhibidos por algunos de sus principales clientes (industrias petroquímica y de fertilizantes) así como por el aumento en los precios de las materias primas (ej. dióxido de calcio, butilato, etc.), lo cual aunado a problemas operativos puntuales presentados por la planta de formol explica el menor desempeño operativo de esta filial en los últimos años.

CERDEX

Esta empresa, fundada en 1962 se encarga de la manufactura de herramientas para el pintor. Específicamente, CERDEX elabora brochas para uso doméstico y profesional, rodillos, cepillos de alambre y productos para acabado. El volumen de ventas de CERDEX ha sido afectado durante los últimos años por competencia de productos importados de origen asiático. CERDEX mantiene canales de distribución similares a los de CORIMON PINTURAS, apoyándose en la red de distribución provista por TIENDAS MONTANA.

TIENDAS MONTANA

Como se comentara anteriormente esta filial se encarga de la distribución exclusiva de productos de CORIMON en todo el país. La empresa opera 165 tiendas bajo la modalidad de franquicia; sin embargo, CORIMON ha mantenido como estrategia negociar la compra o el alquiler del local en donde se instala cada una de las tiendas, con el objetivo de mantener el punto comercial en caso que el franquiciado decida cambiar de actividad.

Estrategia y Posición Competitiva

CORIMON tiene el objetivo de consolidarse como empresa líder en cada una de sus líneas de negocio. La estrategia se basa en la segmentación y diferenciación de precios según los nichos de mercado atendidos, apoyados en una oferta de productos de alta calidad a precios competitivos. Para lograr esto, la empresa se ha avocado a la continua modernización de sus facilidades de producción, garantizando productos ajustados a las necesidades de sus clientes, con tiempos de producción y entrega optimizados, lo cual es posible en parte debido a su conservadora política de inventarios, la cual mantiene entre 90 y 120 días de materia prima en stock. Dicha estrategia ha resultado en que la empresa sea altamente competitiva en el rubro de pintura arquitectónico en las marcas destinadas a los segmentos medios de la población (pinco) y en los segmentos premium (Montana y Sherwin Williams), los cuales demandan productos con tales características.

Vale destacar que, con el objetivo de promover una mayor diversificación de sus productos, durante el año 2009 CORIMON adquirió la licencia de Sherwin Williams, uno de los principales productores de pinturas a nivel mundial, con el objeto de recibir asistencia técnica y poder distribuir sus marcas en Venezuela, la cual cuenta

con una alta fortaleza debido a su dilatada trayectoria en el país. CORIMON espera que durante el AF12 la marca de Sherwin Williams logre una mayor penetración de sus ventas y estima que en el mediano plazo le permita aumentar su participación de mercado desde 23% actualmente a cerca de 26% de las ventas totales de galones en el país.

Durante en el período 2009 - 2010, CORIMON invirtió cerca de 80 millones de dólares a fin de introducir "Master Pallette" en CORIMON PINTURAS y alcanzar una mayor capacidad de producción e esta filial, modernizar la maquinaria de MONTANA GRAFICA y RESIMON, con el objetivo de diversificar su oferta de productos y hacerlos asequibles a un costo competitivo y a muy buena calidad. En este monto de inversión se incluye la adquisición de plantas de generación eléctrica con una potencial nominal de 3,6MW, adquiridas y operativas a partir de 2010 para hacer frente a la crisis eléctrica de ese año.

Para el año fiscal 2012 CORIMON proyecta invertir 5 millones de dólares en la adquisición de una nueva línea de producción para su filial Montana Gráfica a fin de poder captar la demanda insatisfecha producto de las dificultades de algunas empresas para lograr mantener el nivel de sus importaciones. Asimismo, durante este año la empresa va a invertir 0,8 millones de dólares en la adquisición de nueva capacidad de generación eléctrica por el orden de 2,65 MW de potencia nominal.

En el mediano plazo, CORIMON prevé inversiones adicionales de envergadura para expandir su capacidad de producción y aumentar la diversificación geográfica de sus ventas, en adición a la inversión necesaria para el normal funcionamiento de su negocio (ej. Capital de trabajo: Inventarios). Fitch monitoreará la evolución de estos planes de crecimiento en la medida que los mismos se vayan concretando

Desempeño Financiero

El desempeño financiero de CORIMON durante los últimos años ha evolucionado positivamente a pesar de la desaceleración económica que se ha venido registrando desde finales del año 2008 y que determinó la contracción del PIB en 3,2% y 1,5% durante los años 2009 y 2010 respectivamente. De hecho, aun cuando la caída del PIB del sector construcción se ubicó en 7% en 2010, la empresa logró un crecimiento del 13% de sus ventas y alcanzó un margen Ebitda del 32%, algo excepcional si se compara con años anteriores en los cuales el margen Ebitda fue mucho menor.

Mayo - 2011 - Sept. 2011	Ventas	Ebitda	Margen	Estructura		Capacidad
	Bs. 000	Bs. 000	Ebitda	Ventas	Ebitda	Utilizada
Corimon Pinturas	430.592	94.300	21,9%	55%	66%	50%
Montana Gráfica	171.074	30.478	17,8%	22%	21%	80%
RESIMON	130.775	16.770	12,8%	17%	12%	75%
CERDEX	27.010	1.602	5,9%	3%	1%	75%
PPV	25.218	445	2%	3%	0%	
Corimon Consolidado	784.669	143.595	18,3%	100%	100%	

Fuente: Corimon

Más recientemente, las ventas de la empresa registran un aumento de 43,8% durante el período de cinco meses a septiembre 2011 respecto al mismo período del año anterior. Asimismo, la operación registró un margen Ebitda de 18,3% a septiembre 2011 (20,5% al cierre del año fiscal 2011). Esta evolución del margen Ebitda se explica por el aumento de los precios de las materias primas y la adquisición de divisas para la procura de materia prima importada a 4,3 bs por dólar (por encima del precio promedio de 2010). Vale destacar que el peso del costo de la

nómina dentro de los costos totales aumentó en 50% en términos nominales a septiembre 2011 como resultado de las negociaciones de los nuevos contratos colectivos realizadas en el año 2010.

A pesar de los diferentes factores que han impactado la operación de la empresa, ésta mantiene un nivel de rentabilidad apropiado y que Fitch anticipa logrará mantener hacia delante principalmente por los ahorros en costos de producción y mayor productividad alcanzados a través de las diferentes inversiones de capital realizadas en sus diferentes filiales desde 2007. Es importante destacar que el año 2010 fue excepcionalmente bueno debido a la acertada estrategia de precios implementada por la Gerencia, junto con una a gestión eficiente de los costos de materia prima a través de la obtención de divisas a la tasa de cambio oficial de manera oportuna, lo que se tradujo en elevados niveles de rentabilidad en ese período. Sin embargo, este beneficio no ha sido logrado en la misma proporción durante el año fiscal 2011 y en lo que va de año fiscal 2012, debido a la unificación de los tipos de cambio a una sola tasa (4,3 bs/\$) y a las mayores restricciones para la obtención de divisas a nivel nacional una vez que el Ejecutivo cerró el mercado de permuta en Venezuela, lo cual es un factor adicional que impacta el resultado operativo de la empresa comentado a septiembre 2011.

La evolución reciente del Ebitda se ha traducido en una cobertura de intereses financieros promedio de 3,6x y un apalancamiento promedio de 1,2x durante los últimos 10 trimestres, niveles considerados adecuados para el nivel de calificación de la empresa.

En cuanto a la evolución de la caja de Corimón, vale destacar que el Ebitda generado ha sido suficiente para cubrir sus necesidades de capital de trabajo asociadas al financiamiento de los inventarios necesarios para garantizar la continuidad de la producción, lo cual le ha permitido mantener un flujo de caja operativo positivo a septiembre 2011.

En relación al riesgo de liquidez, la acumulación de efectivo a septiembre 2011 (166 millones de bolívares) representó 0,53x los compromisos financieros de corto plazo (0,64x en AF11). La empresa mantiene como estrategia contar con una adecuada disponibilidad de fondos, entre efectivo y líneas de crédito, con el objetivo de anticiparse a eventuales restricciones de liquidez en el sistema financiero venezolano y poder mantener el nivel de efectivo suficiente para afrontar los crecientes requerimientos exigidos por proveedores de materia prima importada.

En cuanto a la estructura de la deuda financiera, si bien ésta se encuentra concentrada actualmente en el corto plazo, esto se debe a la pre-cancelación durante el primer semestre de 2011 de las obligaciones quirografarias que vencían en 2013 con préstamos a corto plazo. Actualmente la deuda financiera de la empresa se ubica en 370 millones de bolívares, comprendida básicamente por préstamos bancarios. CORIMON colocó estas obligaciones durante el año 2009 para financiar tanto las inversiones de capital ejecutadas durante ese año como sus necesidades de capital de trabajo, lo cual explica el aumento de la deuda desde finales de 2008.

Durante el año 2012 la empresa se prepara a realizar inversiones de capital por 5 millones de dolares para financiar planes de expansión de Montana Gráfica, mientras que para el resto de sus necesidades de financiamiento asociadas a sus necesidades de acumulación de inventarios cuenta con líneas de crédito disponibles por 180 millones de bolívares con los principales bancos del país.

Resumen Financiero - CORIMON C.A. y Compañías Filiales

(Miles de bolívares constantes al 30 de septiembre 2011. Años fiscales al 30 de abril.)

	5 Months Sep-11	2011	2010	2009	2008
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	143.339	259.452	378.825	150.314	134.347
EBITDAR Operativo	143.339	259.452	378.825	150.314	134.347
Margen de EBITDA	18,3	20,5	31,7	14,3	12,5
Margen de EBITDAR	18,3	20,5	31,7	14,3	12,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,5	16,3	21,5	(8,6)	13,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(0,1)	(8,6)	(10,3)	(15,6)	(1,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	6,4	7,1	22,9	13,0	7,5
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,4	2,8	3,5	(1,1)	4,5
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	3,3	3,2	4,4	2,2	6,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,3	3,2	4,4	2,2	6,3
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,4	1,1	1,4	0,5	1,1
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,4	1,1	1,4	0,5	1,1
FGO / Cargos Fijos	2,4	2,8	3,5	(1,1)	4,5
FFL / Servicio de Deuda	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,3)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,6	0,3	0,6	0	0,6
FGO / Inversiones de Capital	4,0	(0,2)	0,5	(1,6)	1,5
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,5	1,6	1,5	(3,6)	1,1
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,1	1,4	1,2	1,8	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,6	1,0	0,7	1,1	0,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,1	1,4	1,2	1,8	0,8
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,6	1,0	0,7	1,1	0,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	28,5	19,7	21,5	26,0	17,9
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,8	0,4	0,4	0,9	1,0
Balance					
Total Activos	1.938.253	1.815.330	1.894.427	1.188.902	1.048.354
Caja e Inversiones Corrientes	166.297	99.795	198.994	109.902	61.119
Deuda Corto Plazo	313.868	154.724	185.092	253.986	101.679
Deuda Largo Plazo	55.814	210.288	260.468	17.434	1.731
Deuda Total	369.682	365.012	445.560	271.420	103.410
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	369.682	365.012	445.560	271.420	103.410
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	369.682	365.012	445.560	271.420	103.410
Total Patrimonio	1.038.801	998.178	956.825	595.141	617.270
Total Capital Ajustado	1.408.483	1.363.190	1.402.385	866.561	720.680
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	62.587	141.615	215.427	(141.862)	73.801
Variación del Capital de Trabajo	(29.569)	(151.200)	(109.918)	42.316	1.350
Flujo de Caja Operativo (FCO)	33.018	(9.585)	105.509	(99.546)	75.151
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(8.245)	(57.287)	(197.431)	(63.934)	(50.626)
Dividendos	(25.723)	(42.036)	(31.078)	(921)	(37.225)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(950)	(108.908)	(123.000)	(164.401)	(12.700)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	106.605	5.154	0	0
Otras Inversiones, Neto	(8.000)	(71.675)	(10.424)	58.270	4.121
Variación Neta de Deuda	21.877	(27.179)	220.821	168.011	44.841
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	1.958	(3.458)	(13.099)	(8.267)
Variación de Caja	12.927	(99.199)	89.092	48.781	27.995
Estado de Resultados					
Ventas Netas	784.669	1.266.264	1.195.000	1.054.214	1.072.306
Variación de Ventas (%)		6,0	13,4	(1,7)	325,9
EBIT Operativo	120.225	212.076	336.749	130.975	116.136
Intereses Financieros Brutos	43.674	80.030	86.562	67.177	21.169
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	62.756	69.045	177.532	78.620	47.992

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 ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS 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 con 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