

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	BB+(ven)
Nacional de Corto Plazo	B(ven)
Emisión de Obligaciones 2008	B2

Información Financiera

COTECNICA

(M DOP)	31/08/10	31/12/09
Ventas Netas	163.088.190	164.913.592
EBITDA	37.081.977	58.785.443
FGO	51.808.575	57.967.900
Deuda Total	41.459.874	48.908.830
EBITDA/Gastos Fin.	3,13x	4,25x
Deuda Total/EBITDA	1,12x	0,83x
Deuda Total/FGO	0,65x	0,68x

Analistas

Julio Ugueto
+58 212 286 3844
julio.ugueto@fitchratings.com

Hilario Ramírez
+58 212 286 3232
hilario.ramirez@fitchratings.com

Reportes Relacionados

Metodología Aplicada

• [Corporate Rating Methodology \(August 16, 2010\)](#)

• [National Ratings Methodology Update \(December 18, 2006\)](#)

Fundamentos de Calificación

- Las calificaciones de COTECNICA reflejan el apoyo operativo y el conocimiento del negocio de sus accionistas, lo cual se ha traducido en estabilidad en el flujo de caja de la empresa. El 60% de su capital accionario es controlado por Proactiva Medio Ambiente S.A. (PROACTIVA), empresa española fundada en 1997 encargada de la gestión de agua y residuos, con operaciones en 8 países de Latinoamérica.
- Las calificaciones consideran el riesgo regulatorio al cual está expuesta la empresa, toda vez que la concesión otorgada puede ser revocada unilateralmente por MANCOSER. Si bien el contrato establece el reembolso de las inversiones a COTECNICA en este escenario, no se especifica el tiempo ni la forma de ejecución de dicho proceso. Asimismo, existe amplia discrecionalidad por parte del regulador en la aplicación del esquema de ajuste de la tarifa previsto en el contrato de concesión, lo cual introduce volatilidad en los ingresos operativos de la empresa en función del monto del ajuste de la tarifa y la oportunidad en que dichos ajustes se reconocen. Esta situación ha resultado en importantes rezagos en la evolución de los ingresos respecto a la tendencia de los costos de operación, lo que ha afectado la rentabilidad y generación de caja del negocio. Asimismo, existe el riesgo derivado de la tercerización del proceso de facturación al depender de una empresa pública para la realización de esta actividad. El contrato de cobranza se renovó recientemente y está vigente hasta el año 2012.
- El impacto de la devaluación decretada en enero 2010 en la estructura de costos, el costo no recurrente asociado a un incendio ocurrido cerca del terreno en concesión y el rezago en el ajuste tarifario contribuyeron a la caída del margen EBITDA desde 35,7% en AF09 hasta 22,7% a agosto 2010. Asimismo, el apalancamiento respecto al EBITDA pasó de 0,8x a 1,1 x durante el mismo periodo. Por su parte, la liquidez representó sólo el 34% de la deuda a corto plazo a esta fecha, evidenciando un importante riesgo de refinanciamiento.
- Las calificaciones contemplan el nivel conservador del apalancamiento de la empresa. Sin embargo, Fitch anticipa que la posibilidad de nuevos rezagos en el ajuste de las tarifas y la evolución de los costos operativos de la empresa en un entorno altamente inflacionario, aunado a las crecientes dificultades para la obtención de divisas al tipo de cambio oficial y a las exigencias regulatorias que requieren de COTECNICA el mantenimiento de cierto nivel de inversiones para cumplir con los términos de la Concesión, son factores que en el corto plazo pudieran presionar los indicadores de calidad crediticia de la empresa.

Perspectiva y Elementos Relevantes en la Calificación

Las calificaciones se reducirían ante el deterioro en la generación de flujo de caja de COTECNICA, producto de la exacerbación del rezago tarifario o del aumento en la estructura de costos de la operación, lo que impactaría las relaciones de cobertura y apalancamiento. Asimismo, cambios adversos en el entorno regulatorio o en el contrato de cobranza que mantiene la empresa podrían impactar negativamente las calificaciones asignadas.

Perfil

COTECNICA fue constituida en el año 1998 con el objeto de operar el relleno sanitario de La Bonanza, localizado en Charallave, Estado Miranda, el cual es utilizado como centro de disposición final de desechos sólidos de la Gran Caracas. Las operaciones de las instalaciones del relleno sanitario están reguladas por un contrato de concesión otorgado por un período de 20, suscrito en fecha diecinueve (19) de mayo de 1998 entre Cotecnica La Bonanza C.A. y La Mancomunidad para la Prestación del Servicio de Disposición Final de los Residuos Sólidos del Área Metropolitana de Caracas y sus Zonas de Influencia, "MANCOSER METROPOLITANA", subrogado luego en La Alcaldía Metropolitana de Caracas, y actualmente transferido al Distrito Capital conforme a lo estipulado en el Artículo 2 de la LEY ESPECIAL DE TRANSFERENCIA DE LOS RECURSOS Y BIENES ADMINISTRADOS TRANSITORIAMENTE POR EL DISTRITO METROPOLITANO DE CARACAS AL DISTRITO CAPITAL, la cual está vigente a partir del 4 de mayo del 2009.

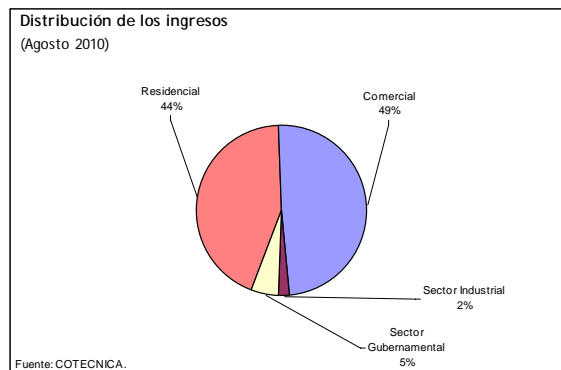
COTECNICA es controlada en 60% por Proactiva Medio Ambiente (PROACTIVA), una empresa internacional dedicada a ofrecer servicios relacionados con el medio ambiente, especializada en el tratamiento del agua y residuos en algunos países de Latinoamérica. El 40% restante del capital de COTECNICA está controlado por una familia de empresarios venezolanos con amplia experiencia dentro del segmento de recolección de desechos sólidos. El terreno objeto de la concesión posee una extensión de 170 hectáreas y recibe más de 4.000 toneladas diarias de desechos sólidos, atendiendo a más de 5 millones de personas. El apoyo operativo provisto por sus accionistas ha permitido que la empresa desarrolle una infraestructura de procesamiento de desechos que cumple con todas las regulaciones ambientales vigentes a nivel nacional.

Presentación de cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la empresa Adrianza, García y Asociados, firma miembro de Mazars, para los años fiscales culminados en el período 2005-2009, así como también los estados financieros correspondientes al corte de agosto 2010. 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 COTECNICA provienen principalmente de la facturación mensual a clientes residenciales, comerciales y entes públicos localizados en Caracas y áreas adyacentes, por el manejo y administración del relleno sanitario de La Bonanza, el cual representa el último paso en el proceso de recolección y manejo de desperdicios.

En el contrato de concesión suscrito por la empresa se establece que COTECNICA debe procurar la construcción y mantenimiento de la infraestructura física requerida para operar el relleno sanitario, de acuerdo a las normativas ambientales vigentes. Por su parte, el contrato de concesión estipula que COTECNICA debe pagarle a MANCOSER quincenalmente de manera anticipada el 5% de los ingresos brutos mensuales efectivamente recaudados por los servicios de manejo y disposición de desperdicios prestados. Asimismo, el contrato de concesión establece que las tarifas de los servicios prestados por COTECNICA serán revisadas semestralmente de acuerdo a una fórmula que ajusta las tarifas por 75% de la variación del índice de precios al



consumidor y por el 25% de la variación en el tipo de cambio. Esta fórmula de ajuste de las tarifas no toma en cuenta el volumen de residuos manejados por cliente, por lo que el crecimiento de las ventas está supeditado a: (i) el crecimiento de su base de clientes, el cual es especialmente vegetativo, y (ii) al comportamiento de la inflación y del tipo de cambio oficial.

Es importante destacar que desde el inicio de la concesión estos ajustes se han realizado de acuerdo al esquema del contrato, siendo que el último ajuste tarifario de 9,825% se efectuó en enero 2010 una vez que la empresa avanzó en la instalación del segundo evapor-incinerador para el tratamiento de lixiviados.

Ajuste Tarifario

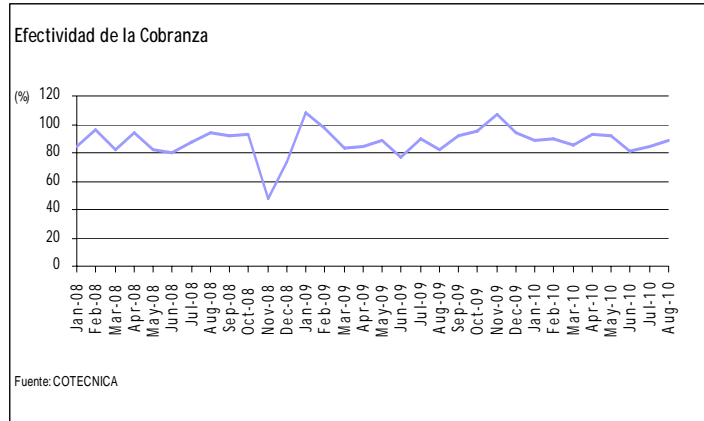
FECHA	INCREMENTO %
Jul-07	5,53
Jan-08	6,87
Jul-08	13,05
Jan-09	10,88
Jul-09	9,02
Jan-10	9,83
Jul-10	33,66
Jan-11	7,00

Por su parte, con el objetivo de hacer más eficiente el proceso de facturación y apoyar las labores de cobranza, durante el año 2000 COTECNICA alcanzó un acuerdo con Administradora Serdeco C.A. (SERDECO), filial de C.A. La Electricidad de Caracas (EDC), por 3 años prorrogables, en el cual la segunda tiene a su cargo la gestión de envío de las facturas y avisos de cobro de las tarifas generadas por el servicio prestado por COTECNICA. La última renovación de este contrato se efectuó en abril 2009 por lo que se espera que el mismo esté vigente hasta al menos abril del año 2012. Al cierre de agosto 2010, la facturación realizada a través de SERDECO representó el 93,6% de los ingresos de COTECNICA, mientras que el resto de la cobranza fue gestionada directamente a entes particulares y públicos por COTECNICA.

Para efectuar el proceso de facturación y cobranza, SERDECO utiliza la base de datos de clientes que reciben el servicio de energía eléctrica por parte de EDC, anexa el monto correspondiente al pago por el servicio de relleno sanitario a la factura mensual de electricidad emitida y genera notificaciones de cobro a los clientes de COTECNICA en caso de ser necesario. El contrato señala que SERDECO no se hace responsable por el pago puntual realizado por los usuarios del servicio provisto por COTECNICA. Sin embargo es de hacer notar que el cliente facturado por SERDECO tiene una buena cultura de pago (efectividad de la cobranza supera el 93%) además de que el riesgo estadístico de impago se diluye en el alto volumen de clientes facturados.

El proceso de negociación que ha mantenido COTECNICA con sus mayores clientes del segmento comercial e institucional, los cuales son gestionados directamente por la

empresa, le ha permitido incrementar modestamente la efectividad de su cobranza. Sin embargo, estos avances han sido modestos en la cobranza a los entes públicos, lo cual se evidencia por la concentración de la morosidad en algunas alcaldías.



Cotécnica tiene como política constituir una provisión mensual basada en el porcentaje de morosidad del año anterior, la cual promedia 15% de la facturación, cubriendo en forma conservadora su nivel morosidad. Por su parte, los castigos históricos de las cuentas por cobrar de COTECNICA promedian el 12% de la facturación, lo cual está en línea con las

estimaciones de planificación. Los castigos de cuentas por cobrar se aplican cuando las cuentas morosas alcanzan un vencimiento mayor al año.

Por su parte, SERDECO está obligado a depositar mensualmente a COTECNICA el monto total recaudado, deduciendo el 10% del mismo como retribución por la gestión comercial realizada. Adicionalmente COTECNICA debe cancelarle a SERDECO 0,05 bolívares fuertes por cada factura emitida y entregada al cliente, cifra que es ajustada semestralmente de acuerdo a la variación registrada del IPC. En opinión de Fitch, la tercerización por parte de COTECNICA de su proceso de facturación constituye un riesgo importante al delegar tan crítica labor a un tercero, más aun cuando se trata de un contrato de relativa corta duración.

SERDECO
Cuentas por Cobrar - AGOSTO 2010

	RESIDENCIALES	COMERCIALES	INDUSTRIALES	TOTAL
CxC Totales	20.538.107,12 21,4%	71.440.236,44 74,4%	4.012.908,58 4,2%	95.991.252,14 100,0%
LIBERTADOR 1	49,3%	37,0%	58,8%	40,6%
LIBERTADOR 2	6,5%	31,6%	8,5%	25,2%
SUCRE	24,4%	14,8%	30,3%	17,5%
CHACAO	3,3%	9,8%	1,1%	8,1%
BARUTA	13,3%	5,2%	1,4%	6,7%
HATILLO	3,4%	1,6%	0,0%	1,9%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

COTECNICA
CUENTAS POR COBRAR - AGOSTO 2010

CLIENTE	0 A 30 DIAS	31 A 60 DIAS	61 A 90 DIAS	91 Y MAS	DEUDA TOTAL
ALCALDIA DEL MUNICIPIO URDANETA	103.258	25.191	85.984	4.017.041	4.231.474
ALCALDIA DEL MUNICIPIO TOMAS LANDER	121.045	117.289	230.747	3.992.223	4.461.304
ALCALDIA DEL MUNICIPIO AUTONOMO INDEPENDENCIA	117.198	108.051	213.091	3.772.774	4.211.114
ALCALDIA DEL MUNICIPIO CRISTOBAL ROJAS	5.355	117.527	195.494	2.920.129	3.238.505
ALCALDIA METROPOLITANA DE CARACAS	167.497	334.997	0	2.204.886	2.707.381
ALCALDIA MUNICIPIO PAZ CASTILLO	0	0	8.019	2.049.203	2.057.222
ALCALDIA DEL MUNICIPIO SIMON BOLIVAR	28.027	18.591	44.764	708.123	799.505
ALCALDIA DEL MUCNICIPIO GUAICAPURO	22.914	19.882	37.257	615.053	695.106
GOBIERNO DEL DISTRITO CAPITAL (EDUCACION DISTRITAL)	0	0	0	548.404	548.404
INSTITUTO VENEZOLANO DE SEGURO SOCIAL (I.V.S.S.)	123.055	123.055	123.055	324.238	693.403
Otros Entes	1.329.708	349.531	1.008.853	3.650.225	6.331.495
TOTAL	2.018.057,97	1.214.113,35	1.947.262,71	24.802.300,57	29.974.911,98
	7%	4%	6%	83%	100%

Estrategia y Posición Competitiva

Dada las limitaciones de incremento en las tarifas establecidas en el contrato de concesión, COTECNICA ha mantenido una estrategia de expansión en el volumen de operaciones a través de la actualización del catastro comercial y la adecuación de las tarifas para edificios y entidades con un alto volumen de generación de desperdicios. Todo esto con el objetivo de ampliar el universo de facturación y generar facturas que correspondan con la actividad que desarrolla cada cliente de este sector. Asimismo, la empresa ha avanzado en la optimización de su proceso de cobranza con sus mayores clientes, especialmente en los municipios Chacao y Baruta, logrando llevar la efectividad de la cobranza hasta 88,5% al cierre de agosto 2010, lo cual es considerado satisfactorio por la gerencia.

Las inversiones acometidas durante el año 2010 se han centrado en la impermeabilización y el mantenimiento de celdas y terrazas, el avance en la puesta en marcha de un nuevo evaporincinerador para el tratamiento de los lixiviados así como en la compra de diferentes maquinarias y equipos, incluyendo diferentes unidades de transporte que anteriormente se alquilaban lo que permitió reducir los costos operativos por concepto de arrendamiento de maquinaria amarilla en lo que va de año. Sin embargo, el retraso en la instalación de talleres para el mantenimiento de estas maquinarias incidió de manera negativa en los costos de operación, lo cual explica en parte el la evolución menos favorable del Margen EBITDA a agosto 2010 que se comentará más adelante. A agosto 2010, el CAPEX ascendió a 11 millones de bolívares y se estima llegue hasta 19 millones a diciembre 2010.

Por otro lado, COTECNICA ha iniciado la construcción de una red de biogas para la extracción de metano de las celdas, así como también la construcción de un sistema de drenaje para canalizar el agua de lluvia en Algarrobo, un terreno aledaño a la Bonanza. Asimismo, la empresa se encuentra evaluando invertir en el desarrollo de un sistema de extracción de gas metano en la terraza norte de sus instalaciones, y se apresta para invertir en la ampliación de las oficinas ubicadas en el relleno la Bonanza, la construcción y ampliación de las vías actuales de acceso y un cerco perimetral a lo largo de todo el terreno así como la construcción de un taller para realizar la reparación de toda su maquinaria, el cual incluiría una zona de almacén de repuestos. Todas estas inversiones a ser ejecutadas en 2011 permitirán continuar con el acondicionamiento del terreno de la Bonanza y dar cumplimiento a las exigencias del regulador en cuanto a la estabilidad a los suelos, calidad de las aguas acopiadas, control de riesgos operativos asociados al deslizamiento de tierras, contaminación de aguas subterráneas, etc.

CAPEX ESTIMADO - 2011	
CONSTRUCCIONES	42.174.290
Acondicionamiento de Terrazas	20.305.724
Infraestructura, vialidad y seguridad	8.700.084
Conducción Principal Lixiviados	8.354.211
Otros	4.814.271
INSTALACIONES Y MAQUINARIA	5.647.535
Instalación 2do Evaporador	1.551.726
Planta eléctrica	2.795.000
Otros	1.300.809
ELEMENTOS MOVILES	2.178.531
Triturador de Neumáticos	430.000
Camionetas Pick Up	1.508.531
Otros	240.000
MUEBLES Y EQUIPOS	220.183
INVERSION TOTAL	50.220.539

Aspectos Regulatorios

Las actividades de COTECNICA están reguladas mediante el contrato de concesión que fue suscrito entre la empresa y MANCOSER en el año 1998. Entre otros aspectos, el contrato obliga a COTECNICA a la adecuación de las instalaciones a las normativas ambientales vigentes, así como también a la construcción de un sistema de monitoreo y medición de los niveles de contaminación de las aguas subterráneas. Es importante destacar que regularmente la empresa es objeto de fiscalización por partes de autoridades ambientales, las cuales han constatado que cumple con las normativas ambientales vigentes.

El contrato de concesión establece que el concedente puede revocar unilateralmente el contrato antes de su culminación, en cuyo caso COTECNICA tendrá derecho a un pago equivalente al 105% del monto de las inversiones no amortizadas más el cobro de la deuda de los usuarios por la prestación del servicio a la fecha de la terminación del contrato. Asimismo, el convenio también establece que la concesión puede revocarse por incumplimiento grave e injustificado de las obligaciones previstas en el acuerdo por parte de COTECNICA. En este caso, la empresa tendría derecho al cobro del 100% de las inversiones sin amortizar y a la deuda mantenida por los usuarios. Sin embargo, el esquema de pago de dichas indemnizaciones no está establecido contractualmente.

En lo referente al contrato suscrito entre COTECNICA y SERDECO, se establece que SERDECO puede suspender las labores de cobranza si el servicio provisto por COTECNICA no es prestado adecuadamente y ello sea notificado por el organismo competente. Asimismo, SERDECO podría suspender la facturación y cobranza en situaciones en la que se vea afectada la imagen de EDC o algunas de sus empresas filiales.

El establecimiento del control de cambio tiene un impacto en las operaciones de COTECNICA, dado que la mayor parte de los equipos y repuestos que utiliza la empresa

son de origen importado. Sin embargo, a la fecha COTECNICA ha recibido oportunamente la moneda extranjera necesaria para el desarrollo de sus operaciones por parte el organismo regulador.

Desempeño Financiero

Los ingresos de los últimos doce meses a agosto 2010 se mantuvieron prácticamente en el mismo nivel registrado en AF09. Sin embargo, la tendencia de los ingresos en lo que va de año apunta a una caída cerca del 4% en términos reales para el AF10. Esta tendencia se debe al rezago en el ajuste tarifario y al crecimiento moderado de la base de clientes, lo cual limita el potencial de crecimiento de la base de ingresos de la empresa. Asimismo, la evolución de los costos de COTECNICA, los cuales tienen un componente importado importante, arrojó un aumento de 25% durante el período comentado, lo cual se explica por el impacto de la devaluación del tipo de cambio de enero 2010 en la estructura de costos de la empresa y por un evento puntual asociado al incendio ocurrido en las inmediaciones del relleno sanitario, y que se estima significó costos no recurrentes de aproximadamente 6 millones de bolívares. Tomando en cuenta lo anterior, la proyección del aumento de los costos para el cierre de AF10 se acerca al 40% respecto al nivel registrado en AF09. Esta evolución de ingresos y costos de operación explican la caída en el EBITDA de 37% al pasar de 58,8 millones de bolívares en AF09 a 37 millones a agosto 2010. Asimismo, el Margen EBITDA cayó desde 35,7% a 22,7% durante el mismo período.

En línea con lo anterior, los indicadores de cobertura y apalancamiento registran cierto deterioro durante el período analizado. La cobertura de intereses respecto al EBITDA pasó de 4,3x en AF09 a 3,1x en agosto 2010, Por su parte el apalancamiento aumentó desde 0,8x a 1,1x durante el mismo período. Al cierre de agosto 2010, los niveles de liquidez representaron a penas el 34% de los vencimientos a corto plazo, evidenciando riesgo de refinanciamiento. Sin embargo, la Gerencia ha expresado que se encuentra muy avanzada en sus conversaciones con algunos bancos locales a fin de obtener préstamos a corto plazo para cubrir sus necesidades de capital de trabajo.

A nivel de flujo de caja, los resultados anteriores fueron compensados por la optimización en el manejo de capital de trabajo lo cual le permitió a COTECNICA generar la caja necesaria para llevar a cabo sus operaciones sin mayores contratiempos. Específicamente, la acumulación de otros pasivos permitieron fortalecer los Fondos Generados en Operaciones y la optimización del capital de trabajo a través del mayor financiamiento con proveedores permitieron que COTECNICA registrara un Flujo de Caja Operativo de 52 millones de bolívares constantes durante el período de doce meses a agosto 2010.

Por su parte, la evolución de la cobranza ha sido satisfactoria desde el punto de vista de la Gerencia, toda vez que la eficiencia de esta actividad ha aumentado hasta el 88,5% de las facturas vencidas al cierre de agosto de 2010, lo cual representa un aumento de 3 puntos respecto a la eficiencia de la cobranza en 2009 (85%). El grueso de los problemas de la cobranza se concentra en las cuentas morosas de los grandes clientes, especialmente las asociadas al sector público.

Por su parte, la empresa continua ejecutando un significativo programa de inversiones de capital a largo plazo con el objetivo de mantener los estándares de calidad exigidos por el regulador y con los cuales efectivamente se ha venido gestionando la operación del relleno sanitario la Bonanza. La mayoría de las inversiones se han financiado y se seguirán financiando con recursos provenientes de emisiones de obligaciones quirografarias por parte de COTECNICA. En este sentido, la empresa emitió bonos por 45 millones de bolívares en 2008 a cuatro años, los cuales fondearon parte del CAPEX durante el período 2008 - 2010, mientras que otra parte de estos recursos se utilizó para reestructurar deuda a corto plazo. Actualmente la empresa se encuentra en conversaciones con algunos

bancos locales a fin de concretar la disponibilidad de préstamos a corto plazo para cubrir sus necesidades de capital de trabajo. Asimismo, la empresa estima emitir deuda en 2011 para continuar con la ejecución de sus inversiones.

En lo adelante, Fitch anticipa que la posibilidad de nuevos rezagos en el ajuste de tarifas y la evolución de los costos operativos de la empresa en un entorno altamente inflacionario, aunado a las crecientes dificultades para la obtención de divisas al tipo de cambio oficial y las presiones regulatorias que obligan a COTECNICA al mantenimiento de cierto nivel de inversiones para cumplir con los requerimientos de la Conseción, son factores que continuarán presionando los indicadores de calidad crediticia de la empresa.

Resumen Financiero - COTECNICA LA BONANZA

Cifras expresadas en Bs.F. constantes, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	UDM				
	Aug-10	Dec-09	Dec-08	Dec-07	Dec-06
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	37.081.977	58.785.443	41.847.569	34.729.586	17.752.759
EBITDAR Operativo	37.081.977	58.785.443	41.847.569	34.729.586	17.752.759
Margen de EBITDA	22,74	35,65	26,17	19,63	9,85
Margen de EBITDAR	22,74	35,65	26,17	19,63	9,85
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	68,76	66,02	83,36	67,18	60,69
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,96	(1,44)	2,02	(2,39)	(3,46)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	14,15	23,68	26,61	7,42	(8,21)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,37	5,19	6,90	6,40	7,23
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	3,13	4,25	3,39	3,82	2,20
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,13	4,25	3,39	3,82	2,20
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,07	2,00	1,27	0,74	0,51
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,07	2,01	1,27	0,76	0,52
FGO / Cargos Fijos	5,37	5,19	6,90	6,40	7,23
FFL / Servicio de Deuda	0,57	0,39	0,47	0,11	0,05
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,80	0,93	0,97	0,20	0,49
FGO / Inversiones de Capital	1,75	1,11	1,11	0,50	0,31
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,65	0,68	0,59	0,84	1,03
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,12	0,83	1,20	1,40	3,38
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,91	0,56	0,81	1,28	2,55
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,12	0,83	1,20	1,40	3,38
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,91	0,56	0,81	1,28	2,55
Costo de Financiamiento Implícito (%)	23,73	23,26	20,80	13,23	9,11
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,55	0,32	0,41	0,75	0,44
Balance					
Total Activos	164.305.775	162.864.399	156.009.582	144.925.541	156.394.728
Caja e Inversiones Corrientes	7.789.678	15.823.685	16.505.720	4.072.892	14.841.291
Deuda Corto Plazo	22.931.112	15.456.958	20.645.330	36.717.514	26.278.365
Deuda Largo Plazo	18.528.762	33.451.872	29.742.986	11.944.390	33.753.281
Deuda Total	41.459.874	48.908.830	50.388.316	48.661.904	60.031.646
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	41.459.874	48.908.830	50.388.316	48.661.904	60.031.646
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	41.459.874	48.908.830	50.388.316	48.661.904	60.031.646
Total Patrimonio	51.136.003	59.991.757	51.943.908	40.385.271	37.011.966
Total Capital Ajustado	92.595.877	108.900.587	102.332.224	89.047.175	97.043.612
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	51.808.575	57.967.900	72.853.918	49.115.616	50.327.588
Variación del Capital de Trabajo	(15.496.034)	(28.745.141)	(38.949.618)	(44.837.242)	(47.477.705)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	36.312.541	29.222.759	33.904.300	4.278.374	2.849.883
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(20.774.496)	(26.378.975)	(30.669.968)	(8.509.213)	(9.079.672)
Dividendos	(7.448.855)	(5.212.423)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	8.089.190	(2.368.639)	3.234.331	(4.230.839)	(6.229.789)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(5.123.104)	0	561.899	(4.157.111)	0
Variación Neta de Deuda	(5.653.690)	9.004.126	17.610.799	16.238.282	2.197.135
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	2.808.838	(7.317.523)	(12.443.231)	(16.226.771)	(3.619.524)
Variación de Caja	121.234	(682.035)	8.963.799	(8.376.438)	(7.652.178)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	163.088.190	164.913.592	159.904.334	176.927.842	180.193.265
Variación de Ventas (%)		3,13	(9,62)	(1,81)	16,51
EBIT Operativo	16.574.844	37.657.694	25.298.253	23.517.509	7.616.130
Intereses Financieros Brutos	11.860.177	13.841.305	12.346.679	9.094.487	8.075.592
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	7.280.853	13.250.440	12.282.559	2.872.644	(2.861.081)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.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 METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION 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 © 2010 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. 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. 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 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.