

Ingeniería y  
Construcción  
Venezuela  
Análisis de Crédito

## Demo, S.A. (DEMOSA)

### Calificaciones

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

### Información Financiera

#### DEMOSA

(M VEF)	30/09/08 (UDM)*	31/12/07
Activo Total	61.832	64.406
Patrimonio	16.869	12.042
Ingresos	69.794	72.453
EBITDA	9.256	5.577
Deuda Total	4.004	3.800

\*Cifras no auditadas

### Analistas

Jorge Yanes  
+58 212 286 3844  
jorge.yanes@fitchratings.com

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

### Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a DEMOSA reflejan su amplia experiencia en la ejecución de proyectos de construcción tanto para el sector público como privado, su satisfactorio margen EBITDA e indicadores de apalancamiento y cobertura. Por su parte, las calificaciones también incorporan el elevado riesgo de concentración de su portafolio de proyectos, la susceptibilidad de sus ingresos a cambios a la inversión pública y privada, así como, el posible mayor riesgo de refinanciamiento asociado al incremento de su deuda financiera de corto plazo.
- DEMOSA opera en el sector de servicios de construcción tanto en la gerencia como en la ejecución de proyectos en todo el país, ofreciendo durante más de 10 años sus servicios tanto al sector público como al sector privado.
- La empresa mantiene un margen EBITDA satisfactorio considerando el promedio de empresas similares en Latinoamérica, alcanzando 13,3% a septiembre de 2008, asociado a la elevada rentabilidad de proyectos culminados en ese período, produciendo que la relación de deuda total a EBITDA se situara en 0,4 veces, mientras que la cobertura de gastos financieros alcanzara 6,1 veces.
- En la actualidad el portafolio de proyectos de DEMOSA se caracteriza por un elevado nivel de concentración, siendo que tres clientes representan la mayor parte de los ingresos de la empresa.
- Los ingresos de la empresa refleja vulnerabilidad ante cambios en la inversión en infraestructura del sector público, destacando que adicionalmente las actividades de construcción en el sector privado incorporan el riesgo relacionado a su susceptibilidad a las condiciones económicas generales, capacidad de compra de los potenciales clientes y de la disponibilidad de financiamiento por parte del sector financiero.
- En función de los proyectos actualmente en ejecución y de los trabajos potenciales con una elevada probabilidad de adjudicación, se estima un incremento de los ingresos de la empresa, en un contexto de un margen EBITDA similar al promedio de los últimos cuatro años, lo cual se reflejaría en un aumento en la generación de flujo de caja de la compañía. Esto sería compensado por el importante incremento de la deuda financiera a través de una emisión de deuda en el mercado de capitales local, siendo que la cobertura de gastos financieros se mantendría en un nivel satisfactorio con un apalancamiento que se ubicaría en un valor cercano a la unidad, cónsonos con la calificación asignada.

### Qué Podría Mejorar la Calificación de Riesgo?

Las calificaciones asignadas podrían mejorar de ponerse en marcha una parte relevante de sus proyectos potenciales lo que refleje una mayor diversificación y generación de flujo de caja.

### Perfil

La empresa Demo, S.A. (DEMOSA) fundada en el año 1997, dedicándose a la oferta de servicios integrales de proyectos y construcción de obras civiles, mecánicas, eléctricas y de sonido, principalmente, en todo el territorio nacional.

## Perfil

La empresa Demo, S.A. (DEMOSA) fundada en el año 1997, dedicándose a la oferta de servicios integrales de proyectos y construcción de obras civiles, mecánicas, eléctricas y de sonido, principalmente, en todo el territorio nacional.

La empresa pertenece a un grupo familiar con experiencia empresarial en el diseño, gerencia y ejecución de proyectos de ingeniería, así como en los sectores inmobiliario y de materiales de construcción.

**Presentación de cuentas:** Para el presente reporte se consideraron los estados financieros auditados por la firma Verasmendi, Aguilera & Asociados, para los ejercicios culminados el 31 de diciembre del periodo comprendido entre los años 2004 y 2007, así como el corte correspondiente a 9 meses del año fiscal 2008, culminado el 30 de septiembre de 2008. Los referidos estados financieros incorporan el efecto de la inflación.

Adicionalmente, durante el año 2007, el Gobierno Nacional decidió realizar un proceso de reconversión monetaria, cuyas bases fueron establecidas en la Ley de Reconversión Monetaria, publicada en la Gaceta Oficial Nro. 38.617 del 1ero de Febrero del año 2007. Allí se establece que a partir del 1ero de Enero del año 2008, la unidad monetaria debe ser reexpresada en el equivalente a 1.000 bolívares de los existentes hasta el año 2007. En tal sentido, para la elaboración del presente reporte, Fitch hará referencia a los valores expresados en moneda nacional como "Bolívares Fuerte" y, en los casos que aplique, colocará entre paréntesis la cifra que haya sido expresada en bolívares vigentes hasta el año 2007.

## Operaciones

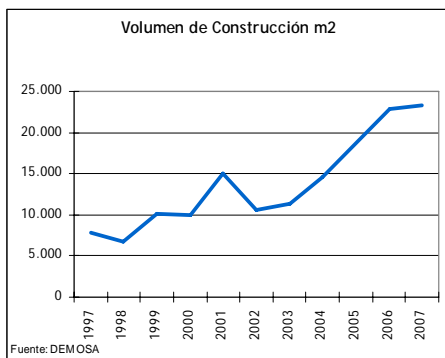
DEMOSA opera en el sector de servicios de construcción tanto en la gerencia como en la ejecución de proyectos en todo el país, ofreciendo durante más de 10 años sus servicios tanto al sector público como al sector privado. A lo largo de su historia la empresa ha ejecutado proyectos civiles, mecánicos, eléctricos, seguridad e instrumentación.

En este sentido, dentro de los proyectos más importantes ejecutados por la empresa se encuentra la demolición por implosión y posterior ampliación de la sede del Banco Central de Venezuela ubicada en Maracaibo, Estado Zulia, representando 22.196 m2 de construcción. Por su parte, DEMOSA ha llevado cabo diversas obras como contratista de Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA), dentro de las que destacan, la sede del CIED en Puerto La Cruz, Estado Anzoátegui y la sede de PDVSA El Menito, Lagunillas Estado Zulia, siendo que las obras antes señaladas implicaron cerca de 50.000 m2 de construcción.

En el segmento de proyectos habitacionales, la empresa ha ejecutado tres proyectos en Maracaibo, Estado Zulia, para un total de 84 apartamentos con un área global de 17.000 m2. Igualmente, DEMOSA ha llevó a cabo la remodelación y acondicionamiento del Hotel Le Sereno por un área total de 4.000 m2, ubicado en la Isla de St. Barth en El Caribe Francés.

Asimismo, ha llevado a cabo el diseño e instalación de sistemas de aire acondicionado, contra incendio, de distribución en baja y alta tensión, subestaciones y plantas eléctricas, así como sistemas de instrumentación para obras mecánicas y de electricidad.

La incursión en todos estos proyectos ha implicado que el volumen de actividad de DEMOSA, medido a través del total de metros cuadrados construidos, haya mantenido una tendencia creciente en los últimos años, siendo que durante el periodo de 5 años culminado en el año 2007, este indicador haya registrado una tasa compuesta anual de crecimiento de 3,8%.



En la actualidad el portafolio de proyectos de DEMOSA se caracteriza por un elevado riesgo de concentración, siendo que tres clientes representan prácticamente la totalidad de los ingresos de la empresa. En primer lugar, como principal cliente de la empresa se encuentra ALSTOM HYDRO Venezuela (AHV), con quien se mantiene un contrato para la construcción de las obras civiles de la “Central Hidroeléctrica Fabricio Ojeda”, ubicada en el Estado Táchira, Venezuela. Este proyecto se inició en el año 2004 e implica el vaciado de 110.000 metros cúbicos de concreto. A la fecha presenta un 59% de avance, y se estima su culminación para el primer semestre de 2010. AHV es subsidiaria de ALSTOM, empresa francesa dedicada al diseño y construcción de sistemas de electricidad y transporte, con ventas anuales y utilidad neta de cerca de 17.000 y 832 millones de euros respectivamente, así como activos totales por 21.350 millones de euros.

El segundo cliente lo representa la Alcaldía de Baruta, siendo que el principal contrato suscrito con este ente público lo constituye la nueva sede del Palacio Municipal, ubicada en el Casco de Baruta, Caracas, Estado Miranda. Esta obra fue ejecutada en su totalidad en solo 18 meses con 26 mil metros cuadrados de construcción y fue culminado en el tercer trimestre del año 2008.

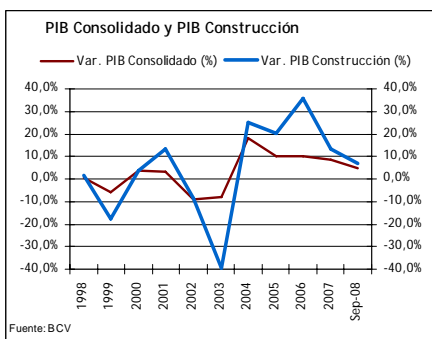
La Fundación del Estado para el Sistema de Orquestas Juveniles e Infantiles de Venezuela (FESNOJIV), con quienes se tiene un contrato para la construcción de la Casa de la Música en Caracas, sede de las Orquestas Sinfónicas Juveniles e Infantiles de Venezuela, constituye en tercer cliente de DEMOSA. La primera etapa de este proyecto se inició en el año 2001, siendo que actualmente continúa en ejecución debido a varias etapas de expansión. Esta fundación es auspiciada por el Programa para las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y cuenta con el financiamiento del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), destacando este programa incluye la construcción a mediano plazo de diversas Casas de la Música en las principales ciudades del país. Por otro lado, debe destacarse que DEMOSA gracias a su asociación con la empresa austriaca Waagner Biro durante las primeras etapas de este proyecto, especializada en la fabricación e instalación de sistemas mecánicos teatrales, la empresa adquirió el “*Know How*” para cumplir con el resto del programa.

DEMOSA incursionó recientemente en la construcción de viviendas en el Área Metropolitana de Caracas a través de un proyecto de 5 casas, el cual será culminado en el segundo trimestre del año 2009.

Por otro lado, la empresa iniciará en el primer semestre del año 2009 la ejecución del contrato de construcción de 107 apartamentos en la Isla de Margarita, Estado Nueva Esparta, proyecto que totaliza un monto de cerca de 65 millones de bolívares fuertes y se estima su culminación para el primer trimestre del año 2010.

Por otro lado, debe destacarse que el volumen de actividad de DEMOSA está correlacionada con el desempeño del PIB del sector construcción, que se caracteriza por presentar un mayor nivel de sensibilidad y rezago ante cambios en el PIB no petrolero. Adicionalmente, la construcción en Venezuela es impulsada fundamentalmente por la inversión pública en infraestructura, la cual está correlacionada positivamente con los niveles de ingresos fiscales y por ende con los precios del petróleo. De esta forma, es de esperarse, que en un escenario de menores precios de los hidrocarburos puedan registrarse retrasos o diferimientos de proyectos de inversión pública, así como, una menor contratación de obras de carácter privado, dado el impacto de esta variable en la actividad económica en general.

Desde su creación, DEMOSA ha realizado importantes esfuerzos para mantener elevados estándares de calidad a través del diseño de indicadores que le permiten monitorear tanto la calidad de las construcciones como la velocidad de ejecución de las mismas a fin de ir mejorando continuamente su eficiencia.



En cuanto al desempeño del período de cobranza de la empresa, éste se mantiene en niveles adecuados producto, en primer lugar, del esquema contratado con la empresa AHV, la cual realiza anticipos mensuales a DEMOSA los cuales son compensados (facturados) a final de dicho mes. Para el caso de los restantes dos clientes de importancia de la empresa, la facturación se lleva a cabo a los 15 días luego de ejecutada la obra, la cual es cobrada 15 días posteriores a la emisión de la factura.

### **Estrategia y Posición Competitiva**

El mercado de la construcción en Venezuela se caracteriza por ser considerablemente atomizado, concurriendo un número importante de empresas. Sin embargo, tomando en cuenta que actualmente DEMOSA se orienta fundamentalmente a la construcción de obras de infraestructura pública y privada, la empresa estima que mantiene cerca de 7% de participación en dicho mercado, basado en las cifras proporcionadas por la Cámara Venezolana de la Construcción y a las proyecciones de facturación de DEMOSA para el año 2008.

Por su parte, la estrategia de la empresa estará focalizada en el crecimiento de su nivel de actividad en dos áreas de acción. En primer lugar, DEMOSA se plantea como objetivo el aumento de la contratación para la gerencia y ejecución de proyectos de gran tamaño por parte del sector público y privado. Por otro lado, la empresa prevé incursionar en mayor medida en el segmento de construcción de viviendas. Aunque ambos segmentos reflejan vulnerabilidad ante cambios del PIB del sector construcción, en el primer caso, se plantea un riesgo adicional asociado a la capacidad de ejecución del presupuesto de las entidades públicas ya sean nacionales o regionales. En el segundo caso, las actividades de construcción en el sector habitacional incorporan un mayor riesgo relacionado a su susceptibilidad a las condiciones económicas generales, capacidad de compra de los potenciales clientes, un mayor control regulatorio (Ver *Aspectos Regulatorios*) y de la disponibilidad de financiamiento por parte del sector financiero. No obstante, en este último segmento, este riesgo sería mitigado parcialmente por la experiencia adquirida por la empresa en el sector habitacional.

Desde el punto de vista financiero, la estrategia de la empresa se orientará a la emisión de títulos de deuda a corto plazo en el mercado de capitales con la finalidad de reducir los gastos financieros a través de sustitución de la deuda bancaria, financiar las inversiones necesarias para soportar el crecimiento estimado e incrementar su flexibilidad en el manejo de su capital de trabajo.

### **Aspectos Regulatorios**

En cuanto al ámbito regulatorio, el sector de servicios de gerencia y ejecución de proyectos de construcción no es un sector regulado. Sin embargo, la empresa debe cumplir regulaciones civiles, ambientales y de seguridad industrial, por lo que diversos lineamientos deben ser cumplidos a cabalidad, razón por la cual la empresa realiza importantes esfuerzos para mantener elevados niveles de calidad en sus operaciones.

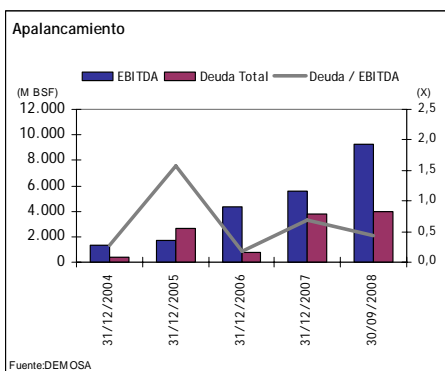
Adicionalmente, por segunda vez en un período de 10 años el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio (febrero de 2003), limitando así las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida, no sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de 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.

La procura de los materiales necesarios para acometer algunos de los proyectos de construcción llevados a cabo por la empresa requiere de la importación de bienes desde el extranjero, fundamentalmente los relacionados con la ejecución de las obras de la Casa de la Música, la cual no ha implicado mayores inconvenientes dada la participación de entes multilaterales en dicho proyecto. El resto de los materiales importados son adquiridos a diversos proveedores locales, los cuales llevan a cabo la compra en el exterior. Debe destacarse, que aunque en la actualidad el proceso de autorización y liquidación de divisas se está llevando a cabo con relativa fluidez, vale destacar que eventuales retrasos que pudieran suceder en dicho proceso, impediría la obtención oportuna de las divisas requeridas por parte de las empresas venezolanas, lo que eventualmente pudiera derivar en un deterioro operativo de las mismas. Sin embargo, en el sector construcción, estos riesgos son mitigados por el hecho de que la mayoría de los materiales e insumos de la construcción son de fabricación nacional (cemento, cabilla, bloques, entre otros), siendo que sólo las maquinarias son de origen importado, aunque existen decretos del Gobierno Nacional que dan prioridad a este rubro a efectos de la tramitación y aprobación de divisas.

Por otro lado, considerando la estrategia de incursionar en el segmento de construcción de viviendas, en el mes de noviembre del año 2008 el Ministerio de Vivienda y Hábitat emitió una resolución a fin de proteger a los compradores de este tipo de inmuebles. La referida resolución establece que dentro de los contratos de opción de compra-venta se debe determinar claramente la fecha de culminación de la vivienda y de la firma o protocolización de la misma, siendo que no podrá realizarse ajuste por inflación o cobro de cualquier interés por financiamiento por parte del constructor, después de las fechas antes indicadas, y evitar el cobro de sumas adicionales a las establecidas en la opción de compra-venta por retrasos por parte del productor de viviendas. De esta manera, se penaliza a aquellas empresas con bajos niveles de eficiencia en el proceso de promoción y reducida velocidad de ejecución del proyecto, lo que se reflejaría adicionalmente en una disminución de sus niveles de rentabilidad. De esta forma, el mantenimiento de elevados estándares de calidad y de eficiencia en la ejecución de proyectos se hace ahora más importante para el caso de empresas como DEMOSA.

## Desempeño Financiero



Las operaciones de DEMOSA estuvieron enmarcadas en el año 2007 por incremento de la actividad económica interna que determinó una mayor demanda de servicios de construcción y por ende, el aumento de los ingresos de la compañía (crecimiento de 102% con relación al ejercicio precedente). Por su parte, la empresa mantiene un margen EBITDA satisfactorio considerando el promedio de empresas similares, aún cuando se ubicó en un nivel inferior al alcanzado en el año 2006, afectado por los mayores costos asociados a la culminación de proyectos, para alcanzar 7,7%. No obstante, los mayores ingresos generados, compensaron el menor margen EBITDA, siendo que para el AF07, el EBITDA de DEMOSA se ubicó en 5,6 millones de bolívares fuerte, representando un crecimiento de 27,3% con relación al año anterior.

Por su parte, el mayor volumen de operaciones se reflejó en mayores necesidades de capital de trabajo, las cuales fueron cubiertas a través del incremento importante del endeudamiento bancario a corto plazo. Sin embargo, lo anterior fue compensado parcialmente a través del aumento del EBITDA, siendo que DEMOSA registra adecuados indicadores de apalancamiento y cobertura. De esta manera, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se situó en 0,7 veces (0,2 veces en el año 2006). Por su parte, la

cobertura de gastos financieros se ubicó en 5,1 veces, decreciendo respecto al año 2006 (7,2 veces).

Aún cuando, casi la totalidad de la deuda financiera de la empresa está contratada a corto plazo, el aumento del EBITDA durante el año 2007 ha determinado satisfactorios indicadores de liquidez. Al cierre de diciembre de 2007, la relación de EBITDA a servicio de deuda, alcanzó un valor de 1,2 veces (3,2 en el AF2006).

Para el cierre del mes de septiembre del año 2008, analizado sobre una base anualizada, tanto el margen EBITDA como el EBITDA en términos absolutos registraron un crecimiento importante, asociado al proyecto de construcción de la sede de la Alcaldía de Baruta culminado en dicho período. Lo anterior, aunado a la relativa estabilidad de la deuda financiera, se reflejó en una mejora del perfil crediticio de la empresa. De esta forma, la relación de deuda total a EBITDA disminuyó hasta 0,4 veces, así como que la cobertura de gastos financieros se incrementó a 6,1 veces, destacando que el indicador de liquidez de DEMOSA se mantiene en niveles conservadores (EBITDA a servicio de deuda de 1,7 veces).

En función de los proyectos actualmente en ejecución y de los trabajos potenciales con una elevada probabilidad de adjudicación, se estima un incremento de los ingresos de la empresa, en un contexto de un margen EBITDA inferior al registrado a septiembre de 2008, aunque similar al promedio de los últimos cuatro años, lo cual se reflejaría en un aumento en la generación de flujo de caja de la compañía. Esto sería compensado por el incremento de la deuda financiera, dada la estrategia de la compañía de realizar una emisión de deuda en el mercado local ( ver Estrategia y Posición Competitiva), siendo que la cobertura de gastos financieros se mantendría en un nivel satisfactorio con un apalancamiento que se ubicaría en un valor cercano a la unidad, cónsonos con la calificación asignada.

**Resumen Financiero - Demo, S.A.**

(Cifras consolidadas, expresadas en miles de bolívars fuerte constantes del 30 de septiembre de 2008, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	UDM				
	Sep-08	2007	2006	2005	2004
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	9.255,5	5.576,9	4.375,2	1.706,2	1.353,5
EBITDAR Operativo	9.255,5	5.576,9	4.375,2	1.706,2	1.353,5
Margen de EBITDA (%)	13,3	7,7	12,2	8,0	14,3
Margen de EBITDAR (%)	13,3	7,7	12,2	8,0	14,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	30,8	(10,1)	41,7	68,4	23,6
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(6,6)	(9,2)	14,8	2,9	22,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	49,4	27,7	22,9	9,6	(10,9)
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros	4,21	(1,79)	7,53	14,55	3,80
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros	6,06	5,09	7,24	3,05	2,20
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,06	5,09	7,24	3,05	2,20
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,72	1,24	3,16	0,39	1,19
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,72	1,24	3,16	0,39	1,19
FGO / Cargos Fijos	4,21	(1,79)	7,53	14,55	3,80
FFL / Servicio de Deuda	(0,57)	(1,23)	4,28	0,36	2,70
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,01	(0,26)	10,49	1,76	4,69
FGO / Inversiones de Capital	(2,50)	(1,18)	3,96	1,21	7,61
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,62	(1,94)	0,17	0,33	0,16
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,43	0,68	0,18	1,58	0,28
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,10	(0,11)	(1,79)	(1,09)	(1,18)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,43	0,68	0,18	1,58	0,28
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,10	(0,11)	(1,79)	(1,09)	(1,18)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	76,26	38,89	28,34	24,29	182,41
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,96	0,90	1,00	1,00	1,00
<b>Balance</b>					
Total Activos	61.832,4	64.406,6	37.209,8	26.225,2	13.975,0
Caja e Inversiones Corrientes	3.109,6	4.398,6	8.590,8	4.555,0	1.985,5
Deuda Corto Plazo	3.852,5	3.420,4	778,2	2.689,6	384,0
Deuda Largo Plazo	151,8	379,1	-	-	-
Deuda Total	4.004,4	3.799,5	778,2	2.689,6	384,0
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.004,4	3.799,5	778,2	2.689,6	384,0
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.004,4	3.799,5	778,2	2.689,6	384,0
Total Patrimonio	16.869,2	12.042,3	8.105,3	13.183,6	10.900,4
Total Capital Ajustado	20.873,6	15.841,8	8.883,4	15.873,3	11.284,4
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	4.903,2	(3.057,7)	3.946,1	7.584,7	1.725,6
Variación del Capital de Trabajo	(8.189,7)	(546,5)	3.161,3	(3.998,1)	675,3
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(3.286,4)	(3.604,2)	7.107,5	3.586,6	2.400,9
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.312,8)	(3.062,2)	(1.794,7)	(2.973,7)	(315,6)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(4.599,2)	(6.666,5)	5.312,7	612,9	2.085,3
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(280,9)	(308,4)	626,9	0	(147,9)
Variación Neta de Deuda	196,2	3.021,3	(1.922,6)	2.208,4	(315,8)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(4.683,9)	(3.953,5)	4.017,0	2.821,4	1.621,6
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	69.794,3	72.453,0	35.950,0	21.367,0	9.459,9
Variación de Ventas (%)	-	101,5	68,3	125,9	-
EBIT Operativo	7.981,6	4.563,6	3.748,9	1.024,7	1.088,6
Intereses Financieros	1.526,8	1.094,9	604,3	559,9	615,4
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	4.166,1	2.785,4	2.442.190,0	1.150.091,0	(591.683,0)

Copyright © 2007 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos