

Inelectra S.A.C.A. (INELECTRA)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional	
Largo Plazo	BB(ven)
Corto Plazo	B(ven)

Resumen Financiero

(Bs. miles)	31/03/11	31/03/10
Ingresos	940.476	1.133.857
EBITDA	34.500	11.422
FGO	(294.332)	(73.410)
Deuda Financiera	232.337	233.941
Deuda/ EBITDA	6,7x	20,5x
EBITDA/ Intereses	0,7x	0,2x

Factores Relevantes de la Calificación

Menor Flexibilidad Financiera: Las calificaciones reflejan la decisión de INELECTRA de no utilizar los recursos obtenidos de la venta de sus negocios internacionales realizada en junio 2010 para aumentar su patrimonio y disminuir su deuda financiera, como era esperado por Fitch. Esto debilitó su balance y le restó flexibilidad financiera para enfrentar mayores presiones sobre su flujo de caja ante un posible menor ritmo de ejecución de sus proyectos.

La concentración de su backlog no sólo en el mercado venezolano sino en un reducido número de clientes, en su mayoría entes del sector público consolidado, ha aumentado la incertidumbre sobre la disponibilidad oportuna de flujo de caja debido a las complejidades de los proyectos de envergadura propia de contrataciones con el Estado Venezolano, los cuales suelen sufrir importantes retrasos en el arranque y ejecución de los contratos.

La caída de los ingresos totales de la empresa de 17% a marzo 2011 se debió a la venta de su división de negocios internacionales y al cierre operativo del proyecto Metor, ingresos por ejecución de obras que no pudieron ser compensados por el retraso en el arranque de otros proyectos de mayor envergadura.

Recuperación moderada de la rentabilidad: El aumento en los ingresos por servicios profesionales de 165% durante el período explica en parte la mejora en el margen EBITDA hasta 3,7% desde 0,8% a marzo 2010 dado que estas actividades no generan necesidades de capital de trabajo y por ende aportan mayor rentabilidad al negocio.

Aumenta el apalancamiento: La reducción en los ingresos de INELECTRA frente a un nivel de deuda financiera estable respecto a 2010 condujo al debilitamiento del indicador de apalancamiento respecto al EBITDA, el cual se ubicó por encima de 6 veces a marzo 2011, considerablemente superior a aquellos registrados históricamente por la empresa.

Evolución esperada: Hacia adelante Fitch anticipa un modesto avance en la ejecución de los principales proyectos de INELECTRA, lo cual aunado a su estrategia de fortalecer la productividad de la operación y de control de la estructura de costos le permitirá mantener un margen EBITDA en torno al 3% y un apalancamiento entre 6 y 7 veces el EBITDA durante los próximos años.

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

Factores que Podrían Derivar en un Cambio de Calificación

Las La calificación se reduciría ante la acentuación de los retrasos en la cobranza asociada a los principales proyectos que componen el backlog de INELECTRA, o ante el retraso en el inicio de nuevos proyectos otorgados a la empresa, lo que presionaría su flujo de caja y sus indicadores de calidad crediticia. Asimismo, el incremento en el índice de apalancamiento conduciría a una reducción de las calificaciones asignadas.

Liquidez y Estructura de Deuda

Liquidez ajustada: INELECTRA actualmente depende de los depósitos que deben hacer sus contrapartes en la mayoría de los proyectos en que participa para arrancar

los proyectos y fondear sus necesidades de capital de trabajo dado que presenta una ajustada generación de caja interna. A marzo 2011 la deuda financiera de la empresa se ubicó en 232 millones de bolívares constantes, concentrada básicamente con bancos locales (222 millones de Bs.). La disponibilidad de efectivo a marzo 2011 (203 millones de Bs.) cubrió el 100% de sus obligaciones a corto plazo a esa misma (195 millones de Bs.)

Perfil

INELECTRA S.A.C.A. (INELECTRA), fundada en el año 1968, es una empresa de capital venezolano dedicada a la realización de estudios y elaboración de proyectos de ingeniería y/o supervisión de obras y prestación de servicios profesionales para ingeniería de consulta, construcción y montaje de obras y suministro de servicios relacionados, principalmente, con el área de petróleo y gas y generación de energía.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la empresa Mendoza, Delgado, Labrador y Asociados, firma miembro de Ernst & Young Global para los años fiscales culminados en el período 2007-2011. Los estados financieros auditados fueron elaborados de conformidad con los Principios de Contabilidad de Aceptación General en Venezuela, denominados VEN-NIF, mientras que los estados financieros para los años fiscales anteriores a 2008 incorporan el impacto de la inflación según los principios contables DPC-10.

Operaciones

INELECTRA S.A.C.A. (INELECTRA), fundada en el año 1968, es una empresa de capital venezolano dedicada a la realización de estudios y elaboración de proyectos de ingeniería y/o supervisión de obras y prestación de servicios profesionales para ingeniería de consulta, construcción y montaje de obras y suministro de servicios relacionados, principalmente, con el área de petróleo y gas y generación de energía.

Históricamente su oferta de servicios de ingeniería y construcción ha abarcado a la industria petrolera, petroquímica, acero, aluminio, electricidad, telecomunicaciones y transporte masivo. Hoy en día ejecuta proyectos de gran envergadura principalmente en Venezuela. Las operaciones de INELECTRA son realizadas directamente a través de la empresa holding o a través de algunas de sus subsidiarias. Durante el año 2010 los accionistas decidieron vender el negocio internacional para enfocarse en proyectos nacionales. Asimismo, en el año 2006, los accionistas de INELECTRA acordaron la separación de INEPETROL de los balances de la empresa, siendo que actualmente INELECTRA mantiene una participación de a penas 13% en dicha empresa dedicada a la actividad de explotación de petróleo en Venezuela.

Vale la pena recordar que durante el período 2004 -2009, INELECTRA emprendió un ambicioso programa de expansión de sus operaciones a nivel internacional, llegando a mantener centros de ejecución en Venezuela, Colombia, Argentina, México, España y Panamá, y oficinas de negocios en Trinidad y Tobago, Qatar y Abu Dhabi. Durante este período, INELECTRA realizó una reestructuración de sus operaciones, lo que la llevó a constituir INELECTRA International AB, empresa localizada en Suecia, con la finalidad de promover los negocios en el exterior. Posteriormente, INELECTRA constituyó la subsidiaria denominada INELECTRA Venezuela, en la cual se concentró las actividades de ingeniería y construcción en el país ante la posibilidad de que PDVSA comprara esta parte del negocio, lo cual nunca ocurrió. Finalmente, el 24 de julio de 2010, ante las dificultades presentes en la economía venezolana para seguir impulsando los negocios en el exterior asociadas a las mayores restricciones para la obtención de divisas, la empresa decidió vender sus negocios internacionales a Petro Tigre, empresa IPC colombiana, manteniendo sólo

algunos proyectos en ejecución en Argentina, México y Estado Unidos los cuales para ese momento se encontraban en etapas avanzadas de ejecución o no fueron de interés para el comprador. Los negocios asociados a la holding internacional representaron el 14% del backlog total de INELECTRA para esa fecha. Es de hacer notar que la concentración del backlog en Venezuela, en proyectos cuya contraparte es el Estado Venezolano (ej. PDVSA, CORPOELEC) aumenta la incertidumbre en la oportunidad de generación de Flujo de Caja de la empresa, siendo que los proyectos que componen el backlog pueden presentar retrasos considerables en su ejecución y las cuentas por cobrar a la petrolera estatal históricamente han promediado 130 días una vez facturados los servicios prestados. Por otra parte, es importante mencionar que la totalidad de la deuda financiera de la empresa está concentrada en INELECTRA S.A.C.A., holding que consolida todas las operaciones en Venezuela.

En el área de ingeniería y construcción, INELECTRA es la empresa líder del país. A marzo 2011 contó con un equipo de personal calificado de 988 personas lo que a esa fecha representó 1,3 millones de horas hombre de capacidad de ejecución facturables a proyectos. La meta de la empresa es mantener una carga de trabajo estable que le permita mantener aproximadamente a 1200 personas contratadas, para una capacidad de ejecución de 1,7 millones de horas hombre en proyectos IPC y servicios profesionales.

El resto de las empresas locales que compiten con INELECTRA emplean un personal entre 300 y 600 personas y cuentan con una capacidad operativa y financiera menor de acuerdo al registro en el sistema nacional de contratistas. Estas empresas incluyen a Ditexsa, technoconsult, Otepi Y Pentec, entre otras.

INELECTRA ha participado en más de 2.000 proyectos (incluye 48 proyectos mayores modalidad IPC modalidad llave en mano con un valor acumulado de 5.800 millones de USD) en las áreas de petróleo, gas, petroquímica, electricidad, industrias básicas del hierro, metales, papel, industria de bebidas, sistemas de transporte, entre otras, lo que se traduce en más de 30 millones de horas hombre de servicios profesionales ejecutadas en proyectos exitosos.

Entre sus actividades ofrece los servicios de consultoría y asesoría, estudios de factibilidad técnico-económicos, diseño conceptual, ingeniería básica, ingeniería de detalle, gestión de procura, construcción, gerencia y supervisión de construcción, asistencia para la puesta en marcha, así como también el desarrollo integral de todas las fases de una obra bajo la modalidad de llave en mano, para lo cual INELECTRA ha constituido múltiples alianzas con empresas de amplia trayectoria a nivel mundial.

INELECTRA experimentó un período de menor holgura financiera a partir del segundo semestre del año 2008 hasta principios de 2010, período durante el cual la abrupta caída de los precios del petróleo, aunado a la desaceleración económica global y nacional derivó en un proceso de postergación de proyectos en los mercados en donde participa INELECTRA, lo que aunado a las mayores presiones competitivas por la menor demanda de servicios ha resultado en una reducción del backlog de proyectos de INELECTRA respecto a 2007. Al cierre de abril 2010, el valor de la participación de la empresa en los contratos alcanzó 500 millones de dólares, un 27% por debajo de los niveles máximos históricos alcanzados en mayo 2007. A marzo 2011 el backlog se ubicó en 770 millones de dólares.

Principales Proyectos

El proyecto que contribuyó en mayor medida al flujo de caja de INELECTRA durante el año fiscal 2010 fue el de expansión de la planta de Metanol de METOR, el cual presenta al cierre de marzo 2011 un porcentaje de avance de 100%.

Durante el año fiscal 2011 el proyecto que ha contribuido a la generación de ingresos en la medida que se ha avanzado en el mismo es el IPC de la planta termoeléctrica Termozulia, el cual ha contribuido a la evolución del Flujo de Caja de la empresa, al sustituir a Metor como el generador de caja. Otros proyectos que han contribuido a la generación de caja abarcan el sector eléctrico (autogeneración de diferentes activos petroleros), TAEJ – Monoboja y actividades tempranas asociadas al Proyecto Conversión Profunda de la Refinería de Puerto La Cruz.

Un proyecto de importancia para INELECTRA por sus grandes dimensiones e impacto potencial en sus ingresos, es la construcción del Complejo Criogénico de Occidente, en el que INELECTRA participa a través de un consorcio con la empresa francesa Technip (INELECTRA: 30% de participación). Sin embargo, este proyecto sigue presentando atrasos por la falta de gas ya que su objetivo es el fraccionamiento de la corriente de metano para la producción de líquidos de gas natural. Los atrasos iniciales del proyecto se debieron a complicaciones asociadas a la estructura de financiamiento, en la cual participan un sindicato de bancos y por lo menos una ECA. Dicho proyecto está valorado actualmente en 2.600 millones de dólares (el valor inicial era de 750 millones de dólares) y actualmente se espera a que se disponga del gas en el país para arrancar el proyecto.

Durante el mes de julio de 2010, INELECTRA recibió, junto a JGC y Chiyoda (IPCs de Japón), la Carta de Otorgamiento del Contrato para la Ingeniería, Procura y Construcción del proyecto de Conversión Profunda de la Refinería de Puerto La Cruz, evento de gran importancia para INELECTRA por sus dimensiones económicas y financieras tanto para los participantes como para el país, al ser uno de los proyectos bandera de PDVSA. La Gerencia estima que este contrato, una vez arranque su ejecución, significará a la empresa cerca de 2 millones de horas hombre para los próximos tres años, sin embargo todavía no se ha definido el monto total de la inversión asociada a este proyecto. A agosto de 2011 el proyecto no ha arrancado pero la creación reciente del fondo japonés con más de 1.500 millones de dólares indica que pudiera arrancar durante el segundo semestre de 2011.

Estrategia y Posición Competitiva

Desde su constitución INELECTRA ha evolucionado desde una empresa de ingeniería a una corporación diversificada, ofreciendo servicios en proyectos de ingeniería, procura y construcción. A lo largo de los años, INELECTRA ha mantenido posiciones de liderazgo en proyectos de gran cuantía en el ámbito nacional, siendo que la mayor parte de los competidores locales de INELECTRA normalmente presentan licitaciones en proyectos de menor tamaño. Si bien, en años recientes la empresa emprendió un ambicioso programa de expansión de sus actividades, principalmente orientado al desarrollo de negocios internacionales, lo cierto es que la dinámica económica mundial y nacional la han llevado a replantear su estrategia, al decidir enfocarse en el mercado nacional a partir de julio 2010 y vender sus negocios internacionales.

Es importante destacar que asociado a la crisis eléctrica iniciada a principios de 2010, en el país ha surgido una demanda importante de diferentes proyectos en esta área, desde estudios de diseño y otros servicios profesionales hasta ingeniería básica y conceptual, ingeniería de detalle e IPC para el desarrollo de facilidades de generación eléctrica. Esta situación hace prever que hacia delante una parte importante del flujo de caja asociado al backlog de la empresa provendrá del avance de proyectos en el sector eléctrico. Si bien la diversificación de los proyectos es conveniente al disminuir el peso que tienen los proyectos del sector petrolero y gas en el backlog de la empresa, lo cierto es que hasta la fecha la principal contraparte es PDVSA, la cual exhibe una alta acumulación de cuentas por pagar facturadas y

no facturadas a INELECTRA, mientras que en los proyectos eléctricos el grueso de los flujos futuros vendrán de proyectos con el Estado, a través de ENELVEN, filial de CORPOELEC. (ej. Termozulia III y a futuro Termozulia IV). Es muy probable que estos proyectos presenten problemas de atraso en el pago de las facturas asociadas al igual que en el caso de PDVSA.

En la actualidad, la estrategia de la empresa se centra en aumentar la productividad a través de la implantación de herramientas tecnológicas que permitan disminuir el rediseño de proyectos y que favorezcan el logro de economías de escala en la medida que el personal empleado aumenta y la carga de trabajo se estabiliza en torno a 1,7 millones de horas hombres facturables. Se busca adecuar la estructura operativa de manera que entre 70% y 75% de los empleados estén asociados a actividades en los proyectos y así poder disminuir el peso del back office y aumentar la rentabilidad de la operación. Hoy en día la mezcla de personal es 67% facturable y 33% backoffice.

Desempeño Financiero

La caída en la ventas al cierre del año fiscal 2011 se explica por la venta de la división de negocios internacionales, el cierre operativo de Metor, el lento avance de proyectos como Termozulia III, Ampliación de Capacidad de Embarque TAEJ, conocido como Monoboya y el IPC "Instalaciones Externas para Acometida de Servicios de Planta José", así como al retraso en el arranque en los principales proyectos que componen el backlog de INELECTRA (Complejo Criogénico de Occidente y Conversión Profunda de la Refinería de Puerto la Cruz). Sin embargo, la mayor participación de los ingresos asociados a los servicios profesionales dentro de la mezcla de ingresos totales favoreció la rentabilidad operativa durante el período en cuestión. Asimismo, la estructura de costos de la empresa se redujo respecto al AF10 producto del menor avance en los proyectos así como por la reducción de gastos administrativos, lo que igualmente apoyó una evolución positiva del Margen EBITDA a marzo 2011.

Composición de ingresos: 2011 vs 2010

Ingresos Operativos INELECTAR SACA	2011		2010		Variación 2011/10
	mBs.	Estructura	mBs.	Estructura	
Servicios de Obra	620.098	65,9%	619.213	54,6%	0,1%
Servicios Profesionales	277.955	29,6%	105.065	9,3%	164,6%
Permuta de Títulos Valores	38.884	4,1%	403.708	35,6%	-90,4%
Arrendamiento: Equipos/Maq.	3.539	0,4%	5.871	0,5%	-39,7%
	940.476		1.133.857		-17,1%

Como se puede apreciar de la tabla anterior, los ingresos asociados a proyectos IPC no aumentaron durante el último año fiscal dado que la venta de los negocios internacionales y el cierre operativo de Metor no pudieron ser sustituidos por el arranque de nuevos proyectos. Sin embargo, se aprecia un aumento en los ingresos por servicios profesionales (consultorías, ingeniería básica, etc.) los cuales no requieren de inversión en capital de trabajo para su ejecución por lo que ayudan a mejorar la rentabilidad de la operación.

Esta evolución de los ingresos aunada a una reducción en los costos operativos de 22,8% asociada a el menor ritmo de ejecución de los proyectos que compusieron el backlog en AF11 y a la disminución de los gastos administrativos de 10,8% durante

este período explican el mejor desempeño del EBITDA y el aumento del Margen a marzo 2011 hasta 3,7% desde 0,8% a marzo 2010.

Sin embargo, la evolución de la generación de flujo de caja sigue siendo débil producto del lento avance de los proyectos que componen el backlog, los cuales incluyen Monoboya (35% de avance), Termozulia III (20% – 30% de avance), Complejo Criogénico de Occidente “CCO” (0%) y Conversión profunda (0%). El proyecto más importante dentro del backlog de la empresa es Conversión Profunda, el cual se estima se ejecutará en un horizonte de tiempo de 48 meses, por lo que la estabilidad de los flujos a futuro dependerá de su buen desempeño.

La evolución negativa del FGO a marzo 2011 (-294 millones de Bs.) se explica por el aumento en anticipos a proveedores asociados al proyecto Termozulia III y los menores anticipos de clientes para los proyectos en general dado que el grueso de los proyectos en ejecución se manejan con pagos contra factura o a través de cuentas facilitadoras de pago. Para enfrentar esta situación INELECTRA se ha financiado con sus proveedores al acumular un saldo importante de cuentas por pagar a marzo 2011, lo cual aunado al lento avance de los proyectos, le permitió disminuir sus necesidades de capital de trabajo y generar un FCO de 15,4 millones de bolívares para esta fecha. A marzo 2011 la empresa tiene cuentas por pagar comerciales por 363 millones de bolívares, el grueso con proveedores del exterior y las cuales tienen un vencimiento a corto plazo.

Si bien en la actualidad la generación interna de efectivo es muy limitada INELECTRA todavía no ha enfrentando un problema de liquidez. Si bien las coberturas de intereses, servicio de deuda financiera y cargos fijos son menores a uno e incluso negativas, lo cierto es que INELECTRA ha logrado mantenerse operativa con el avance de algunos proyectos de corto plazo y a través del acceso a financiamiento en el mercado bancario local para cubrir necesidades de capital de trabajo en el corto plazo y refinanciar sus deudas financieras. De hecho, el acceso a financiamiento local explica porqué a pesar del lento avance de los proyectos y su débil generación de flujo de caja, las disponibilidades de efectivo a marzo 2011 se ubicaron en 203 millones de Bs., cubriendo en más el 100% sus obligaciones financieras de corto plazo.

Esta situación pudiera complicarse en algún momento si el backlog de proyectos no comienza a generar flujos y el mercado financiero local llegara a cerrarse lo que complicaría la situación de liquidez de la empresa.

Por otro lado, si bien el apalancamiento respecto al EBITDA pasó de 20,5x a 6,7x mostrando cierta mejoría durante el período analizado, al comparar este indicador con su tendencia histórica se evidencia un notable deterioro. A juicio de Fitch, lo que esta situación demuestra es una reducción del volumen de ejecución de proyectos de la empresa lo que ha disminuido sus necesidades de capital de trabajo y de financiamiento, que aunado a una modesta mejora del margen EBITDA se tradujo en una caída puntual del mencionado indicador de apalancamiento. Hacia delante, Fitch anticipa que el modesto avance de sus proyectos le permitirá a INELECTRA mantener un indicador de apalancamiento entre 6 y 7 veces su EBITDA.

Por otro lado, la empresa ha manifestado que no tiene planificado ejecutar ninguna inversión de capital para los próximos años y que anticipa pagar dividendos anuales del orden de 6,3 millones de bolívares para el período 2012 – 2014. En este sentido, la Gerencia ha comunicado que no piensa emitir nueva deuda financiera en el corto plazo pero que mantendrá sus calificaciones de emisor a fin de estar preparada para salir al mercado en el momento que las condiciones lo ameriten.

Resumen Financiero - Inelectra S.A.C.A.

(Cifras consolidadas, expresadas en miles de bolívares fuerte constantes del 31 de marzo 2011*, años fiscales culminados el 31 de marzo)

Resumen Financiero	VEN-NIIF				DPC-10		
	2011	2010	2009	2008	2008	2007	2006
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	34.500	11.422	152.112	107.876	50.274	(35.639)	149.764
EBITDAR Operativo	48.072	21.889	189.965	136.049	73.719	(35.639)	149.764
Margen de EBITDA (%)	3,7	1,0	9,3	7,7	5,9	(5,4)	15,0
Margen de EBITDAR (%)	5,1	1,9	11,6	9,7	8,7	(5,4)	15,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(36,1)	(1,5)	1,0	(5,0)	1,1	26,6	40,9
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	0,4	1,2	(15,4)	1,9	2,4	17,1	9,4
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	14,3	1,3	25,2	87,6	5,5	(2,5)	11,6
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros	(4,6)	(0,4)	(0,6)	(1,9)	(1,11)	8,53	24,52
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros	0,7	0,2	3,0	3,8	2,88	(1,78)	11,77
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	0,7	0,3	2,2	2,4	1,80	(1,78)	11,77
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,1	0	1,0	1,0	0,78	(0,26)	1,76
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,2	0,1	1,0	1,0	0,85	(0,27)	1,73
FGO / Cargos Fijos	(3,5)	(0,2)	0,1	(0,4)	0,10	8,53	24,52
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,3	(1,4)	0,5	0,60	1,01	1,23
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,0	1,2	(0,6)	3,6	3,69	2,26	2,22
FGO / Inversiones de Capital	1,8	2,6	(33,0)	2,4	3,1	16,9	7,1
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	(1,4)	(30,5)	(583,4)	(8,0)	(98,85)	0,80	0,35
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	6,7	20,5	1,0	0,8	1,00	(3,82)	0,72
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,8	0	0,3	(2,2)	(2,89)	0,83	0,15
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	6,8	14,0	2,2	2,1	2,96	(3,82)	0,72
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,6	3,4	1,6	(0,3)	0,30	0,83	0,15
Costo de Financiamiento Implícito (%)	22,4	27,3	33,6	46,8	13,68	11,97	2,78
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,8	0,8	0,6	0,9	0,91	0,82	0,68
Balance							
Total Activos	1.201.192	1.376.761	1.242.279	1.450.617	850.171	1.293.035	1.121.853
Caja e Inversiones Corrientes	203.098	233.575	110.156	322.125	195.842	165.543	85.810
Deuda Corto Plazo	195.070	187.710	95.231	74.838	45.864	112.099	74.058
Deuda Largo Plazo	37.267	46.231	58.126	7.660	4.657	24.004	34.516
Deuda Total	232.337	233.941	153.357	82.498	50.521	136.103	108.574
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	232.337	233.941	153.357	82.498	50.521	136.103	108.574
Deuda Fuera de Balance	95.004	73.269	264.960	197.209	167.747	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	327.341	307.210	418.317	279.707	218.268	136.103	108.574
Total Patrimonio	305.736	342.150	322.485	226.623	175.671	521.269	637.389
Total Capital Ajustado	633.077	649.360	740.802	506.330	393.939	657.372	745.963
Flujo de Caja							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(294.332)	(73.410)	(80.891)	(82.502)	(36.809,0)	151.056,0	299.270,8
Variación del Capital de Trabajo	309.747	111.651	(147.154)	161.525	84.066,0	(16.995,0)	(202.909,7)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	15.415	38.241	(228.045)	79.023	47.257,0	134.061,0	96.361,1
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	-	-	-
Inversiones de Capital	(8.684)	(14.777)	(6.914)	(33.512)	(15.035,0)	(7.944,0)	(13.535,9)
Dividendos	(3.124)	(10.168)	(17.995)	(18.897)	(11.488,0)	(12.827,0)	11.416,0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	3.607	13.296	(252.954)	26.615	20.734,0	113.289,0	94.241,1
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	(35.827)	30.920	(3.648)	158.104	95.147,0	(61.077,0)	(40.563,6)
Variación Neta de Deuda	1.743	79.205	78.670	(141.382)	(85.582,0)	27.481,0	72.724,3
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	(3.536)	6.478	0	0	(109.452,1)
Variación de Caja	(30.477)	123.421	(181.468)	49.815	30.299,0	79.694,0	16.949,8
Estado de Resultados							
Ventas Netas	940.476	1.133.857	1.640.330	1.399.228	849.613,0	661.436,0	997.899,6
Variación de Ventas (%)	(17,1)	(30,9)	17,2	-	28,5	(33,7)	18,0
EBIT Operativo	19.914	(8.977)	128.768	78.325	34.859,0	(43.896,0)	143.269,8
Intereses Financieros	52.272	52.884	50.468	28.764	17.484,0	20.065,0	12.726,2
Alquileres	13.572	10.467	37.853	28.173	23.445,0	0	0
Resultado Neto	46.458	4.318	69.295	99.273	19.082,0	(14.293,0)	70.962,6

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. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe 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.