

Papel y Productos
Forestales
Venezuela
Análisis de Crédito

Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. (MANPA)

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	AA(ven)
Nacional de Corto Plazo	F-1+(ven)
Emisión PC-2007-I	A1
Emisión OQ-2007-I	A2
Emisión PC-2008-I	A1
Emisión OQ-2008-I	A2

Información Financiera

MANPA (M VEF)	30/06/08 (UDM)*	31/12/07
Activo Total	664.478	617.802
Patrimonio	369.795	351.500
Ingresos	679.378	540.737
EBITDA	140.360	74.703
Deuda Total	89.193	60.381

*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 MANPA reflejan su sólida posición competitiva en el mercado papelerero local, la adecuada generación de flujo de caja operativo, así como, sus conservadores indicadores de apalancamiento, cobertura y liquidez. Por su parte, las calificaciones también incorporan el reducido margen EBITDA de la empresa.
- MANPA ha mantenido una sólida posición de mercado a nivel nacional, siendo que en higiénicos (el segmento más importante dentro de sus ventas), ésta constituyen la segunda empresa dentro de dicho mercado con una participación de 35%.
- La empresa mantiene un margen EBITDA relativamente bajo, comparado con el promedio de otras empresas papeleras integradas de la región, debido al impacto del aumento de los precios de la materia prima y de la mano de obra, así como, por la menor contribución de los segmentos imprimir y escribir, empaques y embalajes, resmas-resmillas y escolares. Sin embargo, dada su adecuada generación de flujo de caja, MANPA registra conservadores indicadores de apalancamiento y cobertura, así como una elevada relación de EBITDA a servicio de deuda, no obstante la mayor distribución de dividendos realizada en los últimos años.
- A partir de abril del año 2008, la gerencia de la empresa centralizó la distribución de todos sus productos a través de las mismas empresas que la realizan para los productos de higiénicos, a fin de mejorar sus márgenes, ya que éstas asumen los costos de transporte y eliminándose los descuentos y promociones. Aún cuando este cambio implicaría un riesgo de concentración de ventas, éste sería mitigado por la larga data de las relaciones comerciales de MANPA con sus distribuidores.
- En función de los cambios realizados a nivel de distribución de sus productos y los menores niveles de crecimiento de la actividad económica interna previstos a mediano plazo, se registraría una relativa estabilidad de los volúmenes de venta en un contexto de aumento de los márgenes de la empresa y en la generación de caja de la compañía. Esto sería compensado por el incremento de la deuda financiera, dadas las nuevas emisiones de deuda en el mercado local a fin de reducir el costo financiero y flexibilizar el manejo del capital de trabajo, siendo que los indicadores de apalancamiento y cobertura se ubicarían en niveles consonos con la calificación asignada y similares a los registrados al cierre del año 2007.

Elementos Clave de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones asignadas podrían incrementarse de mantenerse los avances observados recientemente a nivel de generación de flujo de caja, que se reflejen en una mejora de los indicadores de apalancamiento y cobertura. Asimismo, las calificaciones serían afectadas en forma adversa por mayores presiones regulatorias que reduzcan la capacidad la generación de flujo de caja de la empresa.

Perfil

La empresa Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. fundada en el año 1950, dedicándose a la producción y conversión de papel tissue, para empaques y embalajes, imprimir y escribir, así como artículos escolares, principalmente al mercado local.

Perfil

Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. fue fundada en el año 1950, dedicándose a la producción y conversión de papel tissue, para empaques y embalajes, imprimir y escribir, así como artículos escolares, principalmente al mercado local, siendo que una parte de su producción se destina hacia las Islas el Caribe y Centroamérica.

La empresa pertenece mayoritariamente a un grupo empresarial con actividades industriales en Venezuela desde principios del siglo XX, siendo que en la actualidad mantiene adicionalmente operaciones en el sector de ventas no reguladas de energía eléctrica. Las acciones de la empresa están inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas y cotiza ADR's en el mercado OTC.

Presentación de cuentas: Para el presente reporte se consideraron los estados financieros auditados por la firma Lara Marambio y Asociados (Deloitte) presentados en base a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), luego de la adopción anticipada de los referidos principios contables, de acuerdo a las resoluciones N° 157-2004 y 177-2005 emitidas por la Comisión Nacional de Valores. Estos estados financieros no incorporan el efecto de la inflación tal como es realizado por otros emisores venezolanos.

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 caso que aplique, colocará entre paréntesis la cifra que haya sido expresada en bolívares vigentes hasta el año 2007.

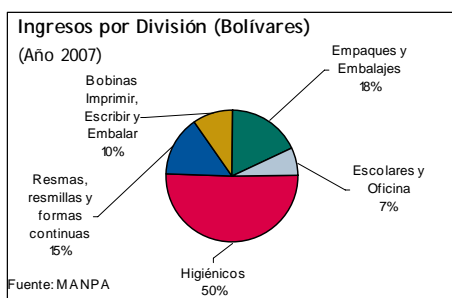
Operaciones

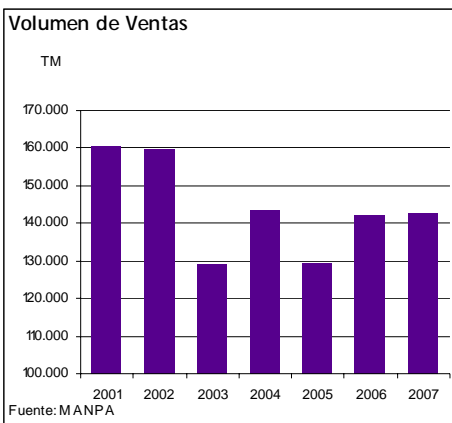
MANPA constituye actualmente una empresa fabricante de papel y productos derivados con un elevado grado de integración, ya que sus operaciones se componen principalmente de: a) Producción de materia prima (pulpa) a través del procesamiento de fibras recicladas; b) Manufactura de bobinas de papel y c) Conversión de papel, fundamentalmente papel para empaques y embalajes, resmas, resmillas y formas continuas, higiénicos, así como, productos escolares y de oficina.

Dentro de su estructura integrada de producción, MANPA posee una planta para la manufactura de pasta destintada (pulpa) utilizada como materia prima en los procesos de elaboración de papel. La planta cuenta con una capacidad anual de producción de 38.400 Tm, supliendo parte de las necesidades de materia prima de la empresa. Esta planta utiliza fibras recicladas tanto nacionales como importadas, destacando que estas últimas son provistas por una empresa afiliada ubicada en los Estados Unidos de América.

Tomando en cuenta la distribución de las ventas, una porción significativa de las mismas la constituye productos terminados con mayor valor agregado, siendo que sólo una cuarta parte corresponde a bobinas de papel destinadas a otras empresas convertidoras fabricantes de papel para imprimir y escribir, así como para empaques y embalajes.

El volumen de ventas de la empresa ha registrado un comportamiento errático durante los últimos 5 años, destacando el importante descenso observado durante el año 2003 por la caída de los niveles de actividad económica (-8%). Aún cuando durante el año 2004 el nivel de ventas en TM reflejó una tendencia creciente por el aumento del Producto Interno Bruto real asociado al mayor gasto público interno, para el último año, la menor





devaluación del bolívar favoreció los precios relativos de los productos importados. Lo anterior ocasionó que en el año 2005 el volumen de ventas registrara un descenso de 10% con relación al año anterior. No obstante, este comportamiento no fue uniforme en todos los segmentos de productos de MANPA. Por su parte, a partir del año 2006, el crecimiento de la actividad económica y mayores restricciones para el acceso de divisas que limitó las importaciones de productos de papel, ha favorecido el volumen de ventas de MANPA, fundamentalmente para el caso de los segmentos imprimir y escribir, y empaques y embalajes.

Debe destacarse en primer lugar el segmento de higiénicos, conformado por las servilletas, faciales, toallas e higiénicos. Este segmento representó en promedio el 40% del volumen de ventas en los últimos 5 años, constituyendo el principal segmento de negocios de MANPA ya que representó el 75% del EBITDA generado por la empresa en el año 2007. Estos productos registran una menor sensibilidad ante cambios en los niveles de actividad económica, dada su condición de productos de consumo masivo, siendo que la tendencia de las ventas está muy relacionada al crecimiento poblacional, principalmente en el caso de los higiénicos. Durante el año 2007, el volumen del segmento se ubicó en 57.322 TM, registrando un decrecimiento de 2% respecto al año anterior, afectado por la leve reducción de su participación de mercado.

Durante los primeros 6MAF08, culminados el 30 de junio de 2008, reflejo del mayor dinamismo mostrado por el mercado de papel tissue, fundamentalmente en el segundo trimestre del año, el volumen de ventas del segmento ha experimentado un reducido aumento de 1% con relación al mismo período del año anterior, para alcanzar 30.113 TM.

La distribución es fundamental para el desempeño de las ventas de este segmento, siendo que la empresa cuenta con distribuidores independientes exclusivos para cubrir los diversos puntos de ventas de estos productos a nivel nacional. Ello ha determinado una relativa concentración de las ventas a nivel de distribuidor, siendo que esto es parcialmente mitigado por la antigüedad de la relación comercial, destacando que a nivel de cliente final los ingresos se encuentran atomizados. Para el caso de las otras divisiones, la distribución era realizada a través de terceros independientes sin una relación de exclusividad, manejada por el área de ventas de la empresa, siendo que esta estructura implicaba distorsiones en cuanto a precios (precios distintos por descuentos en función del cliente, de la época del año o de la zona geográfica) y por ende en cuanto a margen para la empresa.

No obstante, dada la favorable experiencia en el esquema de distribución por parte de la división de higiénicos, a partir del segundo trimestre del año 2008, la gerencia de la empresa decidió realizar la distribución de los productos del resto de las divisiones a través de las mismas empresas que la realizan para los productos de higiénicos. Adicional a las ventajas relacionadas con la distribución bajo un esquema de exclusividad, estas empresas quedan a cargo del transporte de los productos, manejan precios únicos para cada artículo y se eliminó el concepto de "temporada escolar" que implicaba descuentos a efectos de las ventas relacionadas con el inicio del año escolar en Venezuela. Por otro lado, este nuevo esquema implica la reducción de gastos operativos, ya que se suprimió el área de ventas.

Por otro lado, debe señalarse que la distribución de los productos dirigidos al sector industrial se continua realizando de manera directa por parte de la empresa.

Por otro lado, el segmento de bobinas para imprimir, escribir y embalar, constituye el segundo en importancia dentro del volumen de ventas, representando el 30% en promedio para los últimos 5 años, aún cuando representa un quinto de los ingresos de la compañía, producto de sus menores niveles de valor agregado respecto a los otros productos. En este caso, MANPA elabora un producto intermedio utilizado como materia prima por las

empresas convertidoras fabricantes de cuadernos, bolsas, sacos y resmas de papel, principalmente. Las ventas de estos productos reflejan una mayor sensibilidad frente a las variaciones en el producto interno bruto real. No obstante, la evolución del tipo de cambio y su efecto en la competitividad de los productos nacionales respecto a los importados, es un factor determinante en las ventas de las empresas convertidoras y por ende en el volumen despachado de bobinas por parte de MANPA. En este sentido, se observa que durante el año 2002, período donde se registró una significativa devaluación del bolívar, las ventas de estos productos reflejaron una tendencia creciente a pesar del descenso de la actividad económica interna. Por su parte, durante el año 2007, a pesar de la estabilidad del tipo de cambio, las ventas de bobinas se incrementaron en 3%, en un contexto de una coyuntura económica favorable. Lo anterior estuvo afectado adicionalmente por la restricción en el ingreso de productos importados por parte de intermediarios internacionales en Venezuela debido a mayores limitaciones al acceso a las divisas.

Esta situación ha favorecido el volumen de ventas de productos terminados de los segmentos de productos escolares y oficina; así como, de empaques y embalajes.

Durante los primeros 6MAF08, el inicio de la modificación antes citada de la estructura de distribución para los productos terminados distintos a higiénicos, afectó el volumen de ventas de los mismos con relación al mismo período del año 2007, reflejándose en el descenso de las ventas de bobinas y de productos terminados en 14% y 10%, respectivamente. No obstante, a partir del mes de junio se ha registrado un aumento importante en las ventas de estos segmentos, por lo que el volumen total de ventas para todo el año 2008 sería similar al registrado en el año anterior.

Las exportaciones han representando una reducida porción de las ventas de la compañía (4% del volumen de ventas para el año 2007) y están constituidas fundamentalmente por las ventas de productos del segmento de higiénicos en el mercado del caribe realizadas a través de una filial ubicada en Trinidad y Tobago. Asimismo, MANPA vende productos escolares en el mercado centroamericano a través de una afiliada ubicada en Costa Rica.

MANPA posee diversas licencias para la utilización de imágenes de personajes con gran arraigo en el público infantil y juvenil, incrementando la competitividad de los productos escolares. Estas licencias son negociadas con reducida periodicidad. No obstante, a partir del año 2008, la empresa ha iniciado el proceso de depuración de las distintas licencias a fin de reducir gastos operativos (Ver *Estrategia y Posición Competitiva*)

El principal insumo utilizado por MANPA lo representa la pulpa, cuyos requerimientos son cubiertos parcialmente por su propia planta procesadora de fibras recicladas. Sin embargo, la mayor parte de sus necesidades de materia prima son provistas por empresas del exterior, localizadas principalmente en países suramericanos, lo cual le permite aprovechar las ventajas otorgadas por convenios internacionales como ALADI (ver *Aspectos Regulatorios*), siendo que la empresa mantiene favorables y amplias relaciones comerciales con sus proveedores. Debe destacarse, que los precios de la pulpa en los mercados internacionales ha mantenido una tendencia creciente en los últimos dos años, aún cuando su variación ha sido significativamente inferior a la registrada por otros *commodities*.

Estrategia y Posición Competitiva

MANPA ha mantenido una sólida posición de mercado a nivel nacional en su segmento más importante (higiénicos), alcanzando actualmente de acuerdo a información de la gerencia, una participación de 35%, destacando como líder en este segmento a la empresa Papeles Venezolanos, C.A. (Grupo Kruger). Este posicionamiento de mercado es consecuencia de las inversiones efectuadas en planta a fin de realizar las mejoras tecnológicas necesarias

para obtener productos competitivos, así como de la amplia red de distribución que posee a nivel nacional.

Dentro del sector de imprimir y escribir, MANPA mantiene una participación de mercado de 50%, mientras que en el segmento de empaque y embalaje, la empresa constituye el principal fabricante de dichos productos con una participación de 39%, destacando la importante participación de productos importados.

Adicionalmente, MANPA se ha enfocado en los períodos más recientes a reducidas inversiones en planta, destinadas a mejorar la eficiencia en la utilización de la materia prima a fin de incrementar los márgenes y compensar los controles de precios sobre una reducida porción de sus productos y la ligera tendencia creciente en los precios de la pulpa.

Desde el punto de vista financiero, la estrategia de la empresa se orientará a la emisión de títulos de deuda tanto a corto como a largo plazo en el mercado de capitales con la finalidad de reducir los gastos financieros e incrementar su flexibilidad en el manejo de su capital de trabajo.

Por otro lado, MANPA inició en el año 2008 un proceso de depuración de las licencias relacionadas con las portadas de los cuadernos, luego de un estudio realizado a fin de determinar el impacto de éstas en la selección del producto por parte de los compradores. De esta forma, la empresa estima reducir al mínimo cantidad de licencias utilizadas y disminuir significativamente los pagos (en un 75%) para ubicarlos en cerca de 500 mil dólares anuales.

Aspectos Regulatorios

Los productos de papel higiénico (principal segmento de ventas de MANPA) cuentan con regulación de precios por parte de las autoridades. Específicamente, desde el año 2003, como estrategia para reducir las presiones inflacionarias por parte del gobierno, una larga lista de bienes y servicios comercializados en el país está sujeta a regulación de precios, dentro de la cual está el papel higiénico en todas sus clases. No obstante, los fabricantes de estos artículos cuentan con un amplio portafolio de productos, lo cual mitiga el impacto del control de precios.

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.

Tomando en cuenta que la mayor parte de los insumos utilizados por MANPA son de origen importado, la empresa ha tomado ciertas medidas para minimizar el impacto del control de cambio impuesto por el Ejecutivo Nacional desde febrero del año 2003, al realizar el registro de su deuda comercial ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), así como el aprovechar el convenio ALADI para la obtención de divisas para la compra de materia prima (ver *Operaciones*). Aunque en la actualidad el proceso de autorización y liquidación de divisas se está llevando a cabo con 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. Por su parte, debe destacarse que la adquisición de divisas para importaciones menores como repuestos y pequeñas maquinarias por parte de la empresa, se está llevando a cabo a través de operaciones con bonos de deuda de la República Bolivariana de Venezuela.

Desempeño Financiero

Las operaciones de MANPA estuvieron enmarcadas en el año 2007 por incremento de la actividad económica interna que determinó el aumento de los ingresos de la compañía. No obstante, la empresa mantiene un margen EBITDA relativamente bajo considerando el impacto del aumento de los precios de la materia prima y de la mano de obra, así como, por la menor contribución de los segmentos imprimir y escribir, empaques y embalajes, resmas-resmillas y escolares, asociado a la anterior política de descuentos llevada a cabo por la fuerza de ventas de la empresa. Lo anterior no pudo ser compensado por las mejoras alcanzadas a nivel productivo. De esta forma, la utilidad en operaciones antes de depreciación y amortización (EBITDA) se ubicó en 74,70 millones de bolívares fuerte, con un margen de 13%, nivel similar al registrado en el año anterior e inferior al promedio registrado por otras empresas papeleras integradas.

Sin embargo, como consecuencia de su adecuada generación de flujo de caja, MANPA registra conservadores indicadores de apalancamiento y cobertura, manteniendo valores acordes con la calificación asignada. De esta manera, el aumento del EBITDA durante el año 2007 por efecto de los mayores ingresos de la empresa, produjo un descenso de la relación de deuda total ajustada a EBITDA hasta 0,8 veces. Por su parte, la cobertura de gastos financieros se ubicó en 10,1 veces, aumentando respecto al año 2006, producto del adecuado costo financiero implícito y el mayor nivel de EBITDA.

Tomando en cuenta el adecuado perfil de vencimiento de la deuda financiera de la empresa, MANPA mantiene adecuados indicadores de liquidez. Al cierre de diciembre de 2007, la relación de EBITDA a servicio de deuda, alcanzó un valor de 2,2 veces, valor considerado conservador.

Para el cierre del mes de junio del año 2008, analizado sobre una base anualizada, tanto el margen EBITDA como el EBITDA en términos absolutos registraron un crecimiento importante, reflejo de la modificación del esquema de distribución del resto de los segmentos distintos a higiénicos (Ver *Operaciones*) que mejoró el flujo de ingresos, compensando el crecimiento experimentado por la deuda financiera a fin de cubrir requerimientos de capital de trabajo. De esta forma, la relación de deuda total a EBITDA disminuyó hasta 0,6 veces, así como que la cobertura de gastos financieros se incrementó a 11,3 veces.

En función de los cambios realizados a nivel de distribución de sus productos y los menores niveles de crecimiento de la actividad económica interna previstos a mediano plazo, se registraría una relativa estabilidad de los volúmenes de venta en un contexto de mayores precios promedio de sus productos, lo cual se reflejaría en un aumento de los márgenes de la empresa y 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 emisiones de deuda en el mercado local a fin de reducir el costo financiero y flexibilizar el manejo del capital de trabajo, siendo que los indicadores de apalancamiento y cobertura se ubicarían en niveles consonos con la calificación asignada y similares a los registrados al cierre del año 2007.

Resumen Financiero - Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.						
<small>(miles de bolívares fuerte, años fiscales culminados el 31 de diciembre)</small>						
	UDM					
		Jun-08	2007	2006	2005	2004
Resumen Financiero						
Rentabilidad						
EBITDA Operativo		140.360,3	74.703,3	57.398,2	62.990,3	93.991,3
EBITDAR Operativo		140.360,3	74.703,3	57.398,2	62.990,3	93.991,3
Margen de EBITDA (%)		20,66	13,82	13,24	16,79	24,53
Margen de EBITDAR (%)		20,66	13,82	13,24	16,79	24,53
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)		28,48	20,65	15,31	7,66	16,01
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)		(1,20)	(1,21)	2,26	(7,93)	1,27
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)		19,91	11,62	7,47	8,37	24,76
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos		10,49	11,59	10,31	7,76	23,90
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos		11,26	10,18	8,86	13,50	31,19
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)		11,26	10,18	8,86	13,50	31,19
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda		2,55	2,23	1,02	1,15	4,85
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda		2,55	2,23	1,02	1,15	4,85
FGO / Cargos Fijos		10,49	11,59	10,31	7,76	23,90
FFL / Servicio de Deuda		0,08	0,02	0,29	(0,46)	0,41
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda		0,69	0,36	0,72	0	1,62
FGO / Inversiones de Capital		17,00	16,79	25,90	2,22	3,43
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO		0,68	0,71	0,74	1,38	0,23
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo		0,64	0,81	0,86	0,79	0,17
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo		0,39	0,66	0,44	0,40	(0,08)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo		0,64	0,81	0,86	0,79	0,17
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo		0,39	0,66	0,44	0,40	(0,08)
Costo de Financiamiento Implícito (%)		16,85	13,35	13,02	14,07	36,86
Deuda Garantizada / Deuda Total		-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total		0,48	0,43	1,00	1,00	1,00
Balance						
Total Activos		664.478,1	617.801,9	615.102,6	616.349,7	586.841,4
Caja e Inversiones Corrientes		33.818,9	11.289,9	24.109,5	24.928,6	23.399,2
Deuda Corto Plazo		42.493,1	26.180,8	49.566,3	49.966,5	16.349,5
Deuda Largo Plazo		46.700,0	34.200,0	-	-	-
Deuda Total		89.193,1	60.380,8	49.566,3	49.966,5	16.349,5
Deuda asimilable al Patrimonio		-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio		89.193,1	60.380,8	49.566,3	49.966,5	16.349,5
Deuda Fuera de Balance		-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio		89.193,1	60.380,8	49.566,3	49.966,5	16.349,5
Total Patrimonio		369.795,1	351.500,4	386.660,8	422.566,1	433.586,0
Total Capital Ajustado		458.988,2	411.881,2	436.227,1	472.532,6	449.935,5
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)		118.263,2	77.731,4	60.325,6	31.535,7	69.018,3
Variación del Capital de Trabajo		(70.332,5)	(32.061,6)	13.881,1	(10.547,1)	(25.063,5)
Flujo de Caja Operativo (FCO)		47.930,7	45.669,8	74.206,7	20.988,6	43.954,8
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total		-	-	-	-	-
Inversiones de Capital		(2.819,1)	(2.720,5)	(2.865,3)	(9.454,3)	(12.825,5)
Dividendos		(53.234,3)	(49.471,5)	(61.558,8)	(41.292,4)	(26.267,4)
Flujo de Fondos Libre (FFL)		(8.122,6)	(6.522,2)	9.782,6	(29.758,1)	4.862,0
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto		41,3	41,3	8.241,6	(7.917,0)	(792,0)
Otras Inversiones, Neto		20,1	9,2	1.775,5	-	-
Variación Neta de Deuda		28.353,4	10.196,0	(419,5)	32.199,3	(18,6)
Variación Neta del Capital		14,3	14,3	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)		-	-	-	(2.486,0)	1.263,3
Variación de Caja		20.306,5	3.738,6	19.380,2	(7.961,8)	5.314,7
Estado de Resultados						
Ventas Netas		679.377,5	540.737,0	433.653,9	375.060,3	383.152,9
Variación de Ventas (%)		-	24,7	15,62	(2,11)	-
EBIT Operativo		122.075,0	56.490,4	36.838,8	40.691,2	72.406,8
Intereses Financieros Brutos		12.467,0	7.338,5	6.480,7	4.664,5	3.013,2
Alquileres		-	-	-	-	-
Resultado Neto		74.530,5	42.893,2	30.223,0	35.838,3	53.687,1

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