

Alimentos & Bebidas
Bolivia
Análisis de Riesgo

Pil Andina S.A. (PIL)

Ratings

Instrumento	Rating
Bonos Pil Andina Emisión 1	AA (bol)
Bonos Pil Andina Emisión 2	AA (bol)
Bonos Pil Andina Emisión 3	AA (bol)
Bonos Pil Andina Emisión 4	AA (bol)

Perspectiva

Estable

Información Financiera

PIL (Millones deBs.)	Ene-Mar 10	Ene-Mar 09
Activos Totales	1,058	1,035
Deuda Financiera	277	280
EBITDA	49	47
Margen EBITDA (%)	13.4%	14.9%
Gstos Financieros	4	5
Ventas	364	314
Deuda Financiera / EBITDA (x)	1.4	1.5
EBITDA / Gastos Financieros (x)	11.8	9.6

Analistas

Josseline Jenssen
(591 2) 2774470
josseline.jenssen@fitchratings.com.bo

Cecilia Pérez
(591 2) 2774470
cecilia.perez@fitchratings.com.bo

Fundamentos

- La calificación de riesgo se fundamenta en la experiencia que cuenta la empresa en la producción y comercialización de productos lácteos, su posición de liderazgo con el 80% de participación en leche fluida (principal producto del sector) y el reconocimiento de marca de su línea insignia en el mercado de lácteos en Bolivia. Asimismo, a partir del 2006, la empresa ha fortalecido su posición como una empresa de alimentos, produciendo y comercializando jugos y productos derivados de la soya. Lo anterior le ha permitido mostrar una tendencia creciente de sus ventas (tanto en monto como en cantidades). Tiene presencia en todo el país con plantas en los tres departamentos más representativos.
- La calificación incorpora el respaldo de su empresa matriz. Pil forma parte del Grupo Gloria, un conglomerado industrial con presencia en Perú, Bolivia, Colombia, Ecuador, Argentina y Puerto Rico.
- La calificación también considera la dependencia de proveedores lecheros y estacionalidad en el acopio, lo cual obliga a la empresa a mantener elevados inventarios (50,0% de los activos de corto plazo a marzo 2010). El riesgo de provisión de leche está mitigado por el acopio de leche en una amplia área y por la relación con los proveedores (se les otorga asesoramiento técnico y facilidades financieras y el 66% son accionistas de la empresa). La posición dominante de Pil en el sector le da fortaleza en la negociación de los precios de compra de la materia prima, los cuales se establecen anualmente, sin embargo, la empresa debe ser capaz de absorber la mayor producción lechera. La leche que no puede ser absorbida en el proceso de producción, se destina a exportación (con menor margen). Las exportaciones de Pil explican el 10% del total de ingresos.
- Los productos que comercializa la empresa son de primera necesidad y afectan a la canasta familiar por lo que son sensibles a la situación económica y política del país. Un incremento en los costos podría no ser transferido en la misma proporción y tiempo al precio final. A partir del cuarto trimestre del 2008, los márgenes de la empresa mostraron una disminución dado que el mayor precio pagado por la leche no pudo ser transferido al precio final. A marzo 2010, el margen EBITDA fue de 13,4%, por debajo del registrado a marzo 2009 (14,9%, respectivamente).
- En el 2008, la empresa mostró bajos indicadores de endeudamiento (la relación deuda financiera/EBITDA se ubicó en alrededor de 1,0x), sin embargo, el Flujo de Caja Libre fue negativo y se financió con deuda y con recursos disponibles generados el año anterior. En el 2009, la relación de endeudamiento se elevó a 1,6x, debido a que el nivel de EBITDA se redujo y la empresa incurrió en mayores deudas para financiar la compra de materia prima. Lo anterior fue consecuencia de la disminución de los precios de venta, lo cual redujo los márgenes y quitó rentabilidad a las exportaciones, por lo que la empresa se vio obligada a mantener los inventarios destinados a la exportación (leche en polvo cuya duración es de un año). La empresa viene corrigiendo esta situación y se encuentra en negociaciones con los proveedores lecheros con el fin de indexar las compras de leche destinadas a exportación al precio internacional. A marzo 2010, la deuda financiera con respecto al EBITDA se redujo a 1,4x.

- En el 2009, la empresa mejoró su posición de liquidez y calce de monedas al reestructurar su deuda financiera, la cual se encontraba concentrada en el corto plazo. A marzo 2010, la deuda financiera ascendió a Bs. 277 millones, la cual es de largo plazo y está expresada en bolivianos.

Factores Claves de la Calificación

Fitch espera que la empresa genere y mantenga un flujo de caja libre positivo y se establezca el nivel de deuda con el fin de mantener una relación deuda financiera/EBITDA por debajo de 2,0x.

De producirse cambios en las condiciones actuales en términos de propiedad y administración, éstos serían evaluados y considerados en la calificación.

Liquidez y Estructura de la Deuda

A diciembre 2009, la deuda financiera ascendió a Bs.287 millones, mayor en 43,2% con respecto a la registrada a diciembre 2008. Lo anterior se debió a que la disminución de los precios de exportación de la leche eliminó la rentabilidad de las exportaciones, por lo que la empresa tuvo que financiar mayores inventarios de leche en polvo que se comercializan en el mercado externo. Cabe mencionar, que lo anterior se viene normalizando, lo cual permitió disminuir la deuda financiera en Bs.10 millones a marzo 2010.

La empresa realizó una reestructuración de su deuda financiera durante la segunda mitad del 2009, con lo cual amplió el plazo de vencimiento y cronograma de amortizaciones y mejoró el calce de monedas. A marzo 2010, se mantenían Bs. 46 millones en caja, con lo cual la deuda financiera neta fue de Bs. 231 millones. La deuda está expresada en bolivianos y los acreedores son bancos locales, siendo los principales: el Banco Mercantil, el Banco de Crédito y el Banco Nacional.

La empresa planea realizar una emisión de bonos por US\$10 millones en bolivianos a un plazo de 7 años con el fin de reemplazar deuda actual.

A diciembre 2009, la relación deuda financiera/EBITDA fue de 1,6x, mayor a la registrada a diciembre 2008 (1,0x) debido al incremento de la deuda y la disminución del EBITDA. A marzo 2010, esta relación mejora a 1,4x.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Durante el año 2009, el Flujo de Fondos de las Operaciones (FFO) totalizó Bs. 71 millones, el que se compara negativamente con el FFO del 2008 que fue Bs. 191 millones debido al incremento de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas. En el 2008, el incremento en los inventarios de productos terminados (leche en polvo destinada a exportación) originó una variación en el capital de trabajo negativa de Bs. 50 millones, mientras en el 2009, la variación negativa disminuyó a Bs. 398 mil. Finalmente, el Flujo de Caja Operativo (CFO) del 2009 totalizó Bs. 71 millones, menor al del año anterior (Bs. 141 millones).

Por su parte, las inversiones en activo fijo de Pil fueron de Bs. 55 millones en el 2009, mientras que la compañía distribuyó dividendos por Bs. 77 millones, lo que resultó en un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo en Bs. 62 millones, el cual fue financiado con deuda financiera bancaria.

En el 2008, la empresa realizó un revalúo técnico de sus activos fijos por Bs. 170 millones, lo cual se reflejó en el incremento de los activos y el patrimonio.

Las inversiones de la empresa se realizan tomando como referencia el EBITDA de la gestión anterior y son determinadas en función de un porcentaje de crecimiento. Como

parte de la política de la empresa, el incremento anual de activo fijo e inversiones equivale al 30-35% del EBITDA de la gestión anterior.

Por su parte, la política de dividendos es la de repartir el máximo de acuerdo a Ley (95% de las utilidades).

En el trimestre enero-marzo 2010, el CFO de la empresa fue de Bs. 60 millones, las inversiones totalizaron Bs. 7 millones y el reparto de dividendos fue de Bs. 41 millones, con lo cual el FCF fue positivo en Bs. 13 millones, el cual se destinó a disminuir deuda financiera.

Perfil

Pil Andina es una empresa que forma parte del Grupo Gloria del Perú. Se constituyó en septiembre 1996 con la privatización de las Plantas Industrializadoras de Leche, en La Paz y en Cochabamba. En septiembre de 1999, el grupo Gloria adquiere el 100% de las acciones de PIL S.A.M. de Santa Cruz (y la transforma en IPILCRUZ). En abril de 2004, Pil Andina fusiona las tres compañías, consolidándose como la empresa líder en la industrialización de productos lácteos y alimentos.

El principal accionista de la empresa es Empresa Oriental de Emprendimientos S.A. - EMOEMSA con el 91,27%. El Grupo Gloria posee el 99,99% de las acciones de EMOEMSA. El Grupo Gloria es un conglomerado industrial de capitales peruanos con presencia en Perú, Bolivia, Colombia y Puerto Rico. Gloria S.A. se dedica a la producción venta y distribución a nivel nacional en el Perú de productos lácteos y derivados, principalmente, y a través de sus subsidiarias a la elaboración de cemento, cajas de cartón, papel, envases flexibles, y en la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos, químicos y de tocador. Históricamente, Gloria S.A. ha sido la empresa líder en el mercado de leche evaporada (el mercado principal de lácteos) en el Perú. Apoyo & Asociados Internacionales (afiliada a Fitch) le otorga una calificación nacional al Grupo Gloria de AA (pe) para sus obligaciones de largo plazo.

La actividad principal de Pil es la producción de leche fluida y en polvo, además de otros productos derivados lácteos. A partir del 2006, la empresa ha fortalecido su posición como una empresa de alimentos, produciendo y comercializando jugos y productos derivados de la soya.

En los últimos seis años, Pil ha recibido varios premios y distinciones por ser una de las empresas más grandes e importantes de Bolivia. Pil destaca en reputación corporativa y su marca se posiciona como la marca nacional de mayor confianza, calidad superior y apoyo al desarrollo del país y de la familia boliviana.

Estrategia

La empresa está orientada a lograr la diversificación de productos lácteos y de alimentos en general, la creación de valor agregado en las actuales líneas de producción, así como también el mejoramiento continuo en la calidad de los productos elaborados y comercializados. Además de mantener la consolidada participación en el mercado nacional y buscar nuevos mercados en países vecinos.

Operaciones

En la actualidad, la empresa elabora más de 270 ítems de productos que son industrializados con alta tecnología y reúnen todas las condiciones nutricionales y de calidad.

Sus líneas de producción son las siguientes:

- Lácteos y todos sus derivados, productos UHT larga vida, pasteurizados de corta vida (yogurt en distintas variedades, mantequilla, jugos, cremas, dulce de leche) y productos en polvo.
- Soya, leche y jugos de soya pasteurizados, de larga vida y en polvo.
- Refrescos y agua (no gasificados) y jugos naturales.
- Grasas vegetales (margarina y manteca)
- Postres (gelatina y otros)

Opera en tres plantas industriales ubicadas en los departamentos más importantes de Bolivia (La Paz, Cochabamba y Santa Cruz) en donde emplea a 1.300 personas. La provisión de energía para la operación de sus plantas está asegurada ya que la empresa es considerada industria estratégica (elabora productos perecibles de primera necesidad).

Como parte del Plan de Adecuación al Medio Ambiente (PAMA), la empresa invirtió US\$7 millones en una planta de tratamiento de aguas servidas en Santa Cruz.

A la fecha, en promedio, la empresa acopia alrededor de 620 mil litros/día de una producción nacional de 1.500.000 litros /día (incluida leche para terneros), con lo cual la participación de Pil es de alrededor del 40%. Pil acopia en los tres departamentos principales: En La Paz: 50 mil litros aprox., Cochabamba: 200 mil litros aprox. y Santa Cruz 370.000 litros aprox. Existen 9.000 familias productoras de leche en todo el país (de las cuales, 6.000 son accionistas de la empresa).

Acopio de Leche	Número de productores	Litros por día
Cochabamba	2.786	200.000
La Paz	3.077	50.000
Santa Cruz	1.803	370.000
Total	7.666	620.000

Dada la participación en el acopio, la empresa tiene un alto poder de negociación en el precio de la leche fresca, el cual se determina anualmente (entre marzo y abril). Asimismo, el acopiar en una amplia área le permite diversificar el riesgo de provisión de materia prima. Lo anterior también está atenuado por la relación con los proveedores lecheros (al ser accionistas de la empresa, darles asesoría técnica y facilitarles el financiamiento). Las operaciones de acopio y procesamiento distribuidos en los tres departamentos principales del país, le permiten a la empresa mantener costos competitivos.

La distribución de los productos es horizontal, se trabaja con diferentes canales y distribuidores. Los contratos y las garantías son renovados anualmente. Los principales distribuidores cuentan con una experiencia mayor a 10 años. La flota de transporte es tercerizada en La Paz y Cochabamba, en Santa Cruz, además de la flota tercerizada, se cuenta con una flota de 10 unidades que realiza el transporte de productos a distribuidoras, canal mayorista, supermercados e instituciones, ubicadas en mercados locales, provincias y del interior.

Las empresas distribuidoras representan el 49,8% de las ventas de la empresa, seguido por el Estado con el 14,8% y por los mayoristas de mercados populares con el 14%. Los supermercados y autoservicios son atendidos por la empresa y sólo representan el 7,6% de las ventas de la empresa. Esto es una característica del mercado boliviano en el que el supermercado no está muy desarrollado, por lo que representa un potencial de crecimiento.

El nivel de cobertura a nivel nacional es de 85% para los productos lácteos y de 60% para jugos y postres.

Clientes	Participación en las ventas
Empresas Distribuidoras: Empresas independientes que comercializan los productos en los puntos de venta al detalle. Compran a un precio y venden a otro mayor (10% en promedio).	49,8%
Mayoristas de Mercados Populares: Empresas y/o personas naturales que adquieren producto al por mayor para distribución en mercados y/o venta directa al público.	14,0%
Agencias: Puntos de venta al detalle con productos exclusivos de la empresa. Son de propiedad de terceros.	1,6%
Supermercados y Autoservicios: Puntos de venta al detalle atendidos directamente por la empresa.	7,6%
Instituciones: Atención directa a empresas y/o instituciones públicas o privadas.	5,0%
Desayuno Escolar: Atención directa a colegios de acuerdo a licitación con Alcaldías provinciales y departamentales.	2,2%
Subsidio de Lactancia: El cliente es el estado boliviano. Atención directa a beneficiarios.	14,8%
Exportaciones: Clientes varios fuera del territorio.	4,3%
Otros: Venta directa a personal de la empresa y otros.	0,7%

Las ventas de la empresa muestran una tendencia creciente. En el 2009, las ventas ascendieron a Bs. 1.397 millones, mayores en 6,3% a las registradas en el mismo periodo del año anterior. Los productos lácteos (leche y sus derivados) representan el 90% de las ventas, siendo el resto ingresos provenientes de alimentos envasados como jugos de frutas y saborizados, margarinas, gelatinas, y productos en base a soya (leche, yogurt y jugos).

El 10% de su producción se destina al mercado externo (al Perú y otros mercados) y el resto se vende internamente en Santa Cruz (40%), La Paz (30%) y Cochabamba (20%).

El EBITDA del 2009 fue de Bs. 186 millones, menor al del 2008 (Bs. 209 millones) por una disminución del margen (de 15,9% a 13,3%), el cual muestra una tendencia decreciente desde el año 2008.

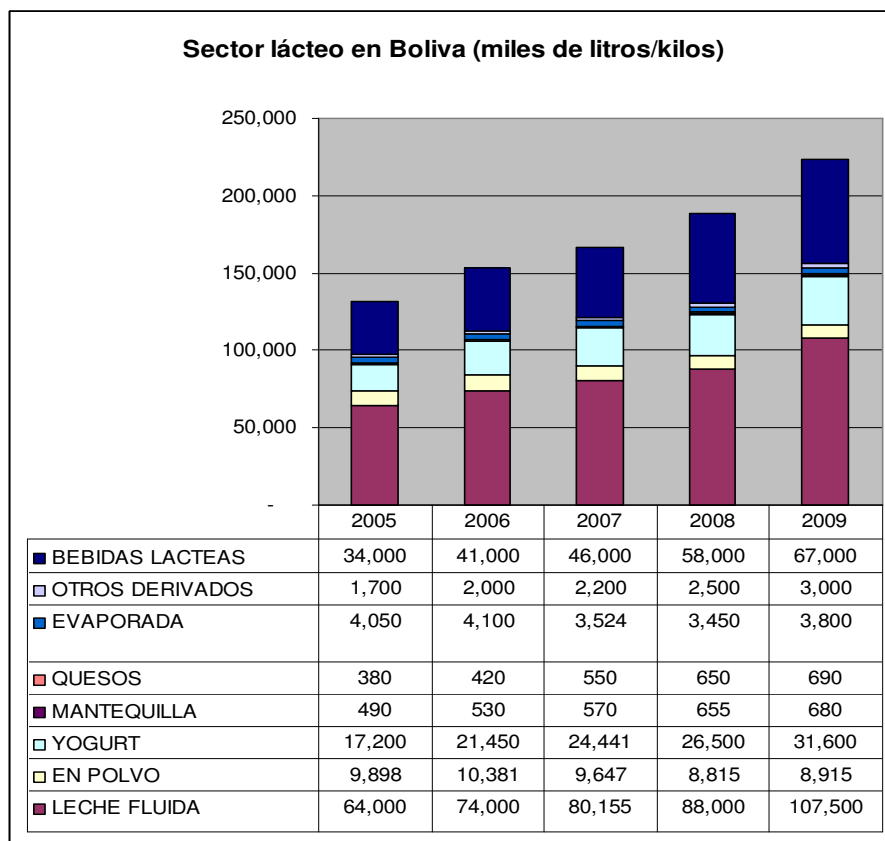
En el primer trimestre del 2010, el EBITDA de la empresa fue de Bs. 49 millones, registrando un incremento del 4,1% con respecto al obtenido en el 2009. Lo anterior se explicó por el incremento en las ventas (15,9%) ya que el margen fue de 13,4% (14,9% en el primer trimestre del 2009).

Posición Competitiva

El sector lácteo representa el 2,5% del PBI Boliviano y es la 8va. actividad agroindustrial más grande de Bolivia, liderada por Pil Andina S.A.

La evolución del sector es positiva. En los últimos 5 años, el sector mostró una tendencia creciente a una tasa promedio del 14%, explicado principalmente por el mayor consumo de leche fluida (principal producto del sector). Las bebidas lácteas y el yogurt mostraron un mayor crecimiento en los últimos cinco años (19 y 17%, respectivamente). En el 2009, el mercado muestra un crecimiento de 22% en leche fluida, 19% en yogurt y 16% en bebidas lácteas. La tendencia creciente en el sector, se explica por el crecimiento de la

población y por los programas sociales implementados por el gobierno que impulsan el consumo de lácteos.



El consumo per cápita de productos lácteos en Bolivia es uno de los más bajos de la región, calculado en 42 litros al año. Factores tanto culturales como de hábito y la baja capacidad adquisitiva de la población, determinan este bajo consumo. Sin embargo, existe un potencial de crecimiento en el sector si comparamos el consumo per-cápita registrado en Bolivia con lo consumido a nivel internacional (120-140 litros per cápita).

La oferta en el sector está concentrada en pocas empresas, en donde Pil mantiene el liderazgo. La leche fluida explica cerca del 50% de los lácteos totales consumidos. Pil muestra una participación de mercado del 80% en este producto.

Pil mantiene su liderazgo sobre la base de la fortaleza de sus marcas, su capacidad de acopio de leche y procesamiento en las tres principales regiones del país, la estrecha relación con los proveedores lecheros (accionistas de la empresa a los cuales da asesoría técnica y financiera), un sistema de distribución integrado a nivel nacional y diversificación de productos (por tipo, tamaño y precio: logrando atender a todos los sectores económicos). Las barreras a la entrada están determinadas por el posicionamiento de las marcas en el mercado y por el nivel de inversiones requerido.

Participación nacional de Pil por línea de producto al 2009 (estimado):

- Leche fluida: 84%
- Leche en Polvo: 77%
- Leche Evaporada: 44%
- Yogurt: 65%
- Margarina: 13%
- Jugos Saborizados: 31%
- Jugos de Frutas y Bebida de Soya: 48%
- Leche de Soya: 90%

Los competidores de Pil, según la línea de producto son:

- Compañía de Alimentos S.A. / Delacruz S.A. (Leche y Yogurt Delizia y Del Campo - Jugo Saborizado Tampico)
- Industria Lactea del Valle S.A. (Leche y Yogurt ILVA)
- Nestlé Bolivia S.A. (Leche en Polvo)
- IASA (Margarina Regia)
- Alimentos Alfa CBBA S.A. (Leche de Soya Norland)
- Aguas de Castilla S.A. (Jugos saborizados Del Trópico)

Características de los Instrumentos

Programa de Emisiones de Bonos Pil Andina

Las principales características del Programa de Emisiones se enumeran a continuación:

1. El presente Programa de Emisiones se denomina “Bonos Pil Andina”.
2. El monto total del Programa de Emisiones de “Bonos Pil Andina” es de US\$40.000.000 estructurados en una o más emisiones.
3. El plazo máximo del Programa de Emisiones será de un mil ochenta (1.080) días calendario.
4. El plazo para la amortización o pago total de los Bonos a ser emitidos dentro del Programa de Emisiones de Bonos, no será superior, de acuerdo a documentos constitutivos, al plazo de duración de la Sociedad.
5. Moneda en la que se expresarán las Emisiones que formen parte del Programa de Emisiones: Dólares de los Estados Unidos de América (US\$) o Bolivianos (Bs.) o Bolivianos con Mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento de Vivienda (“UFV”) o Bolivianos con Mantenimiento de valor respecto al dólar de los Estados Unidos de América (“MVDOL”).
6. Tipo de bonos a emitirse dentro del Programa de Emisiones de Bonos: Redimibles a plazo fijo.
7. Forma de circulación: A la orden.
8. Precio de colocación: Mínimo a la par de valor nominal.
9. Los Bonos objeto del presente Programa de Emisiones, no serán convertibles en acciones de la Sociedad.
10. El plazo de colocación primaria de cada Emisión será de ciento ochenta (180) días calendario, computables a partir de la fecha de emisión.
11. Forma de representación de los Valores: Los Bonos estarán representados mediante anotaciones en cuenta en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. (EDV), de acuerdo a regulaciones legales vigentes.

Las características particulares de cada emisión serán determinadas por el Gerente General y el Gerente Administrativo, Financiero y de Logística.

Uso de los fondos: Los recursos monetarios obtenidos con la colocación de los Bonos que componen las diferentes Emisiones del Programa de Emisiones serán utilizados en lo siguiente:

- Recambio de pasivos y/o
- Capital de Inversiones y/o
- Capital de operaciones.

Para cada una de las Emisiones dentro del Programa de Emisiones, se establecerá el destino específico de los fondos y el plazo de utilización, lo que será determinado por el Gerente General y el Gerente Administrativo, Financiero y de Logística de la Sociedad.

Resguardos: Los principales resguardos de las Emisiones de Bonos que formen parte del Programa de Emisiones se pueden apreciar en la siguiente tabla.

Resguardos	Se observa
Límite de Endeudamiento	Sí
Cobertura de Ss de Deuda Mínima	Sí
Relación Corriente mínima	No
Resguardo ante arriendo o venta de activos esenciales	Sí
Resguardo ante fusiones	Sí
Resguardo ante nueva deuda	Sí
Participación mínima de los socios	No
Resguardo para Pago de Dividendos	Sí
Mantener activos Libres de Gravamen	No
Seguros por Activos operacionales	Sí
Entrega de Información	Sí

Límites de Resguardos

Índice	Límite del Resguardo
Endeudamiento	≤ 1,5x
Cobertura de deuda	≥ 1,2x

Garantías: Las emisiones que formen parte del Programa de Emisiones estarán respaldadas por una Garantía Quirografaria, lo que significa que la Sociedad garantiza las emisiones con todos sus bienes presentes y futuros en forma indiferenciada, sólo hasta alcanzar el monto total de las obligaciones emergentes de cada emisión dentro del presente Programa de Emisiones.

Rescate Anticipado: La Sociedad se reserva el derecho de rescatar anticipadamente y parcialmente los Bonos que componen este Programa de Emisiones, en una o en todas las Emisiones comprendidas dentro del Programa de Emisiones. Dicha redención podrá efectuarse mediante sorteo, de acuerdo a lo establecido en los Artículos 662 y siguientes en lo aplicable del Código de Comercio. La redención por sorteo estará sujeta a una compensación monetaria al inversionista, calculada sobre la base porcentual respecto al monto de capital redimido anticipadamente, en función a los días de vida remanente de la emisión con sujeción a lo siguiente:

Plazo de vida remanente (en días)	Premio por prepago (en%)
2.521 en adelante	2,50%
2.520 - 2.161	2,00%
2.160 - 1.801	1,75%
1.800 - 1.441	1,25%
1.440 - 721	0,60%
720 - 361	0,20%
360 -1	0,00%

Adicionalmente, la redención podrá efectuarse a través de compras en el Mercado Secundario siempre que éstas se realicen en la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

Bonos Pil Andina - Emisión 1

La primera emisión de bonos dentro del Programa de Emisiones Bonos Pil Andina es por Bs. 70.000.000 (Bolivianos). Esta emisión se denomina Bonos Pil Andina - Emisión 1 y comprende 4 series.

Uso de los fondos: Los recursos obtenidos de la presente emisión, serán destinados al recambio de pasivos y/o capital de inversiones.

Series A, B, C y D: Cada serie está compuesta por 17.500 bonos con un valor nominal de Bs. 1.000 (bolivianos) cada uno. El plazo de la serie A, B, C y D es de 4, 5, 6 y 7 años, respectivamente, con amortización al vencimiento. Los intereses se devengan desde la fecha de emisión y se pagan cada 180 días calendario.

Tasa de interés: Las series devengan un interés nominal anual fijo de: Serie A: 4,0%, Serie B: 5,0%, Serie C: 6,0% y Serie D: 7,0%.

Resguardos: De acuerdo con lo descrito en las características del programa.

Garantías: La emisión cuenta con una garantía quirografaria.

Rescate Anticipado: De acuerdo con lo descrito en las características del programa.

Resumen Financiero - Pil Andina S.A.

(Cifra en miles de Bolivianos ajustados por la UFV a partir del 2007)

Tipo de Cambio Bs/USD a final del Período	7.07	7.07	7.07	7.07	7.67	8.03	8.08
	Mar-10	Mar-09	Dic-09	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Rentabilidad							
EBITDA	48,674	46,739	185,700	209,063	218,071	135,972	98,548
Margen EBITDA (%)	13.4%	14.9%	13.3%	15.9%	19.5%	16.9%	15.8%
(FFO - Gastos Fijos) / Capitalización Ajustada (%)	27.5%	29.0%	11.9%	27.2%	33.9%	16.6%	13.5%
FCF / Ingresos Operacionales (%)	3.5%	-23.2%	-4.4%	-16.5%	5.3%	-6.6%	-15.3%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (%)	10.8%	10.6%	7.7%	18.2%	29.5%	18.0%	16.7%
Cobertura (x)							
FFO / Gastos Financieros	13.1	11.7	3.6	10.2	11.1	5.1	5.2
EBITDA/ Gastos Financieros	11.8	9.6	6.9	10.0	12.0	8.7	12.5
EBITDA/ Servicio de Deuda	11.8	1.3	6.9	2.1	4.5	1.4	2.2
FFO / Gastos Fijos	13.1	11.7	3.6	10.2	11.1	5.1	5.2
FCF / Servicio de Deuda	4.1	-1.9	-1.3	-2.0	1.6	-0.4	-2.0
FCF + Caja y Valores Líquidos / Servicio de Deuda	6.8	-1.7	0.3	-1.9	2.2	-0.2	-1.9
CFO / Inversiones en Activos Fijos	8.8	1.7	1.3	0.5	2.9	0.7	0.1
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO+Gto Fin. +Arrier	1.3	1.2	2.9	0.9	1.0	2.5	2.5
Deuda Financiera Total / EBITDA	1.4	1.5	1.5	1.0	0.9	1.5	1.0
Deuda Financiera Neta Total / EBITDA	1.2	1.4	1.3	0.9	0.8	1.4	1.0
Costo de Financiamiento Estimado (%)	5.9%	8.1%	11.1%	10.6%	9.3%	9.3%	7.7%
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0.0%	45.3%	0.0%	38.4%	15.7%	41.1%	35.5%
Balance							
Activos Totales	1,058,408	1,035,246	1,037,839	977,791	769,353	606,876	508,739
Caja y Valores Líquidos	45,780	16,186	42,834	9,040	26,203	15,444	3,934
Deuda Financiera Corto Plazo	0	126,916	0	76,805	30,139	82,309	48,567
Deuda Financiera Largo Plazo	276,947	153,324	286,737	123,439	162,351	118,015	88,142
Deuda Financiera Total	276,947	280,240	286,737	200,243	192,490	200,325	136,709
Híbridos (Equity Credit)			43.2%				
Deuda Financiera Total (con Equity Credit)	276,947	280,240	286,737	200,243	192,490	200,325	136,709
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Financiera Total Ajustada	276,947	280,240	286,737	200,243	192,490	200,325	136,709
Patrimonio Total	511,211	508,573	537,727	578,616	404,400	282,073	265,284
Capitalización Ajustada	788,159	788,813	824,464	778,859	596,890	482,398	401,994
Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	49,966	52,352	71,243	191,018	184,285	64,365	32,990
Variación del Capital de Trabajo	10,217	(32,047)	(398)	(49,869)	(3,264)	(16,720)	(20,920)
Flujo de Caja Operativo (CFO)	60,183	20,305	70,844	141,150	181,022	47,645	12,070
Flujo de Caja No Operativo / Flujo de Caja No Recurrent	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones en Activos Fijos	(6,805)	(12,115)	(55,177)	(277,892)	(61,669)	(71,355)	(90,403)
Dividendos Comunes	(40,642)	(81,100)	(77,297)	(80,688)	(59,741)	(29,203)	(16,965)
Flujo de Caja Libre (FCF)	12,736	(72,910)	(61,630)	(217,431)	59,612	(52,912)	(95,298)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Netas	0	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	172,552	(66)	(15)	0
Variación Neta de Deuda	(9,790)	80,058	95,424	27,724	(52,367)	64,461	95,216
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Netos	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja Total	2,946	7,149	33,794	(17,155)	7,179	11,534	(83)
Resultados							
Ingresos Operacionales	364,065	313,990	1,397,241	1,314,952	1,119,803	804,806	623,596
Variación de Ventas (%)	15.9%		6.3%	17.4%	39.1%	29.1%	
EBIT	26,814	27,078	100,975	160,475	158,937	97,962	70,402
Gastos Financieros	(4,139)	(4,874)	(27,027)	(20,851)	(18,196)	(15,692)	(7,855)
Arriendos							
Dividendos Preferentes	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Fijos	(4,139)	(4,874)	(27,027)	(20,851)	(18,196)	(15,692)	(7,855)
Resultado Neto	14,107	14,405	42,780	89,688	101,161	49,278	33,315
Vencimientos de Deuda Financiera a largo plazo (a marzo 31, 2010)							
Año			2011	2012	2013	2014	2015+
Vencimientos			29,735	64,704	63,611	35,594	82,559

EBITDA = EBIT + Depreciación y Amortización. EBIT = Resultado Operacional. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos – Dividendos Pref. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo & Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Gastos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT WWW.FITCHRATINGS.COM. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2010 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.