

Ecuador
Obligaciones

Hotel Colón Internacional C.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último
Emisión de Obligaciones	AA	AA	May-09

NR: NO REGISTRA

Descripción de la Emisión de Obligaciones:

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Hotel Colón Internacional C.A.
Monto Emitido:	USD 5'000.000
Clase A, Serie1	USD 2'000.000
Clase B, Serie1	USD 2'000.000
Clase C, Serie1	USD 1'000.000
Monto en Circulación:	USD 5'000.000
Plazo:	1.440 días (4 años)
Colocación:	100% (última colocación 9/feb/2009)
Próximo Vencimiento:	ago-09
Vencimiento Final:	oct-12
Cupón de Interés:	8% anual fija
Pago de Interés:	Trimestral (90 días de gracia)
Modalidad Cálculo Pago:	Capital e intereses Base 360/360
Amortización:	8 pagos semestrales sucesivos a partir de 360 días de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución de pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Stanford Group Casa de Valores S.A.
Agente Colocador:	Stanford Group Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	DECEVALE S.A.
Representante Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Lorena Oliva
(593 2) 254 83 93
l.oliva@bankwatchratings.com

Perfil

La Compañía Hotel Colón Internacional fue constituida en Quito en 1965, y tiene por objeto la actividad hotelera y turística. Desde el 2005 mantiene un convenio de franquicia con Hilton International Co. para uso de la marca y sistemas Hilton. Este convenio tiene una duración de diez años a partir del 1ro. de abril del 2005. Esta franquicia le incluye al Hotel Colón Internacional como miembro de una de las mayores cadenas hoteleras a nivel mundial. Actualmente el Hotel Hilton Colón cuenta con 383 empleados, está catalogado como un servicio cinco estrellas y cuenta con 255 habitaciones (42 suites ejecutivas de lujo). Además cuenta con 4 restaurantes, 18 salas de reuniones, piscina y otras instalaciones de recreación.

▪ **RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION**

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. ha decidido mantener la calificación a la emisión descrita de Hotel Colón Internacional C.A. en AA (**dobles A**). De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, esta calificación “**corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada de forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.**”

La calificación se sustenta en los siguientes fundamentos:

La empresa mantiene un posicionamiento importante en el mercado en el que se desenvuelve. Pese a que en el último trimestre se puede observar un incremento en la competencia ya que las cadenas hoteleras han comenzado a competir por tarifa, el Hotel Colón Internacional ganó un lugar en la participación de mercado en relación al año anterior (mar-09).

No han existido cambios importantes en la administración de la empresa. La plana gerencial tiene una vasta y reconocida experiencia en el manejo empresarial, mostrando resultados consistentes en los períodos analizados.

En cuanto a la gestión operativa, al finalizar el período 2008 se puede observar que la empresa alcanzó los objetivos proyectados en relación a crecimiento y resultados. Pese a que los ingresos tuvieron que absorber gastos que no se habían presentado en períodos anteriores (costo emisión de obligaciones, publicidad por apertura Torre Executive, impuesto a la renta), el resultado neto sobre ventas fue del 16%. El ingreso obtenido por el rendimiento de las acciones en las empresas relacionadas fue el 86% del resultado neto del 2008.

En el primer trimestre del 2009 se observa una contracción de ventas y de resultados. Si bien el giro del negocio tiene un importante componente estacional, debido a factores externos se proyecta una contracción real de ventas de al menos -5% para el 2009. Es

FECHA COMITE: Mayo/29/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 2009

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



importante mencionar que las empresas relacionadas, especialmente el Hotel Colón de Guayaquil, por el contrario, muestran un crecimiento de ventas y resultados entre enero-marzo 09. De esta forma, Hotel Colón Internacional C.A. espera que el ingreso por el rendimiento de estas inversiones en el 2009 sea superior al registrado en el año anterior. Por lo tanto, si bien al primer trimestre del 2009 Hotel Colón Internacional presenta pérdida, al fin del 2009 se espera una crecimiento en la utilidad neta de 3.73% en relación al año anterior. De acuerdo a las proyecciones, los rendimientos por inversiones que se transfieren al final del año, contribuirían a esta utilidad neta en 89% aproximadamente.

Aún en escenarios sensibilizados donde se considera una proyección sin crecimiento de ventas, Hotel Colón Internacional tiene la capacidad de generar un flujo suficiente para cubrir sus obligaciones.

Tanto los estados financieros auditados a diciembre 2008 como los balances interinos a marzo 2009 reflejan la sustitución de pasivos realizada a partir de la colocación de la emisión de obligaciones, con lo que se ha cumplido con el objetivo de la emisión vigente. En estos períodos la empresa muestra niveles bajos de endeudamiento que disminuirán conforme se finalice el proceso de sustitución del endeudamiento bancario de corto plazo.

El financiamiento de largo plazo obtenido ha permitido a la empresa liberar liquidez. Así, a mar-09 la relación CFO / Deuda Corto Plazo es 1.58:1, es decir que la empresa cubre el 100% de la deuda de corto plazo con el flujo de caja operativo generado.

El bajo nivel de apalancamiento, mejores niveles de liquidez y una sólida posición patrimonial le permitiría a la empresa enfrentar positivamente circunstancias coyunturales adversas en el mercado.

La presente emisión de obligaciones fue colocada en su totalidad en el mercado de valores entre nov-08 y feb-09. Hasta el momento se han realizado puntualmente los pagos correspondientes de cupones de interés.

ANÁLISIS FODA

FORTALEZAS

- Franquicia de marca y sistemas Hilton reconocido a nivel mundial.
- Experiencia y conocimiento del mercado hotelero, eventos y turístico (43 años).
- Posicionamiento en el segmento de servicio de catering.
- Estrategias de mercadeo definidas.
- Buen Gobierno Corporativo, administración con experiencia en el sector.
- Bajo nivel de apalancamiento.
- Diversificación de cartera por clientes y montos.
- Empresas relacionadas con posicionamiento de mercado y resultados operativos positivos.

OPORTUNIDADES

- Impulso del sector turístico por parte del Gobierno nacional y seccional.
- Aumento de participación en el segmento de hotelería de lujo.
- Disminución de tarifas aéreas por nuevos competidores como incentivo al turismo.

DEBILIDADES

- Reducción del volumen de ventas y resultados netos en el primer trimestre 2009.
- Reciente ingreso al hospedaje de lujo, cuando la competencia se encuentra establecida.

AMENAZAS

- Eventos exógenos que afectan al flujo de turistas.
- Incremento de la competencia por tarifa en el segmento de hoteles de lujo.
- Alta competencia del sector hotelero.
- Inestabilidad macroeconómica y política.

EVENTOS SUBSECUENTES

La Junta General de Accionistas de Hotel Colón Internacional C.A. reunida el 1 de abril 2009 aprobó repartir USD 1'470.600 de utilidades del ejercicio 2008, por concepto de dividendos en efectivo a los accionistas, lo que equivale al 6% del capital pagado de la compañía.

En el mes de Abril 2009, fue aprobada la Primera Titularización de Flujos Futuros de Hotel Colón Guayaquil S.A. La Titularización de Hotel Colón Guayaquil salió al mercado de valores a finales del mes de abril 2009 y se encuentra en proceso de colocación.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Hansen Holm & Co. Cía. Ltda. para el año 2008 e interinos al mes de marzo 2009, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

DESCRIPCION DEL EMISOR

La Compañía Hotel Colón Internacional fue constituida en Quito en 1965, y tiene por objeto la actividad hotelera y turística. En 1995 celebra un contrato de administración con Hilton International Co. y en el 2005 se da por terminado el contrato y se firma un convenio de franquicia para uso de la marca y sistemas Hilton. Este convenio tiene una duración de diez años a partir del 1ro. de abril del 2005. El convenio de franquicia tiene costos por regalía y comercialización, los cuales son calculados en base a un porcentaje del ingreso bruto por habitación. Con la franquicia el hotel utiliza el nombre de marca Hotel Hilton Colón Quito y le permite ser miembro de una de las mayores cadenas hoteleras a nivel mundial. Además le admite contar con una estrategia global de ventas con políticas y estándares unificados. Actualmente el Hotel Colón Internacional C.A. (HCI) cuenta con 383 empleados, está catalogado como un servicio cinco estrellas y cuenta con 255 habitaciones (42 suites de lujo para ejecutivos). Además cuenta con 4



restaurantes, 18 salas de reuniones, piscina y otras instalaciones de recreación.

Según datos de AHOTEC (Asociación Hotelera del Ecuador), existen diez hoteles con categoría de cinco estrellas en la ciudad de Quito, de los cuales el Hotel Colón Internacional ocupa el tercer lugar con el 15% de participación de mercado medido por la tarifa promedio y nivel de ocupación (enero-marzo 2009).

Tradicionalmente el HCI no se ha enfocado en un nicho de mercado específico, sin embargo, sus mercados cautivos más fuertes han sido el corporativo y de turismo de nivel medio. Existen contratos con varias agencias de viajes reconocidas que continuamente envían grupos de turistas al hotel, especialmente grupos cuyo destino final es Galápagos. Además, las tripulaciones de varias aerolíneas han permitido tener un constante y recurrente flujo de huéspedes.

En el 2007 HCI decide ampliar el espectro de sus servicios y resuelve también enfocarse en los ejecutivos de alto nivel. Esto significó la remodelación de una de sus torres, en donde transformaron 45 habitaciones en 23 suites de lujo; completamente modernas y con todas las exigencias para el trabajo de un ejecutivo. Las áreas sociales, de recepción y desayuno de las suites son independientes a las del hotel. La nueva estrategia se focaliza en el crecimiento paulatino de su tarifa promedio. Actualmente el HCI cuenta con una ocupación de alrededor del 61% divididos por igual en los segmentos corporativo y turismo.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Hotel Colón Internacional no es miembro de un grupo específico, sin embargo, sus accionistas invierten o crean empresas independientes que complementan el giro del negocio. Con estas empresas se mantienen relaciones de capital, comerciales y también de financiamiento a largo plazo. Existen inversiones directas en otros hoteles del país, en empresas de alimentos, inmobiliarias y compañías de inversión. La gerencia ha expresado la intención de liquidar varias de las empresas mencionadas, debido a que no generan valor agregado al hotel. El siguiente cuadro detalla las inversiones y grado de participación en las diferentes empresas relacionadas a dic-08, de acuerdo al informe de auditoría.

EMPRESAS SUBSIDIARIAS

Empresa	Naturaleza de relación	% Participación Dec.08	Valor Nominal
ASTECNIA CIA. LTDA	Capital	98.75%	4,886,290
INMOBILIARIA MATIZ S.A.	Capital	50.00%	214,099
RELICORP INVESTMENTS N.V.	Comercial	100.00%	1,083,637
MAGNETOCORP S.A.	Capital	65.87%	7,482,284
HOTEL COLON GUAYAQUIL	Capital	45.00%	12,805,009
COALI ALIMENTOS COLON S.A.	Capital	99.87%	225,908
CIA. HIDROELECTRICA S.J. MINAS	Capital	ND	47,000
O.V. HOTELERA MACHALA	Capital	ND	23,290
			26,767,517

Astecnia Cia. Ltda. Es la empresa propietaria del parqueadero externo junto al Hotel para uso de clientes y público en general. Además, es propietaria de un inmueble (casa) en Quito y de otros inmuebles (10 departamentos y 9 locales comerciales) ubicados en el

Complejo Inmobiliario Colón de la ciudad de Guayaquil.

Inmobiliaria Matiz S.A. es propietaria de un terreno en el parque industrial de la Vía a Daule, en la ciudad de Guayaquil. Este terreno se recibió como parte de pago de una deuda al Hotel y al momento está en proceso de venta. De acuerdo a la Gerencia se estima que actualmente este terreno tiene un costo de USD593.010 (avalúo marzo/2008).

Relicorp Investments N.V. es una compañía que maneja un portafolio de inversiones y está domiciliada en el exterior. HCI mantenía una deuda con Relicorp que ascendía a USD 1.499.043 la cual fue cancelada con recursos de la emisión de obligaciones, como parte de la sustitución de pasivos.

Magnetocorp S.A. es propietaria del Hotel Barceló Colón Miramar de la ciudad de Salinas. Esta empresa tiene una deuda con HCI que sirvió para el inicio de la construcción del Hotel en Salinas. Este financiamiento fue otorgado por un banco local y fue cancelado con recursos de la emisión de obligaciones. Por su parte Magnetocorp continuará pagando a HCI. A mar-09 la deuda de Magnetocorp con HCI ascendió a USD 1 MM.

Hotel Colón Guayaquil S.A. representa la mayor inversión directa por parte de HCI. A mar-09 representa alrededor del 48% de las inversiones en empresas relacionadas. Entre los dos hoteles, no existen cuentas intercompañías. Hotel Colón Guayaquil mantiene una política de pagar 10% de dividendos en efectivo.

Coalimentos Colón S.A. es una empresa que se inició con la idea de crear una fábrica de comida, sin embargo la Gerencia ha tomado la decisión de no seguir adelante en el proyecto e iniciar un proceso de liquidación.

Cia. Hidroeléctrica San Jose de Minas es una empresa de generación eléctrica en etapa de conformación, en la cual solo se han efectuado aportes mínimos para capitalizaciones futuras.

O.V. Hotelera Machala es una inversión mínima, la cual representa una participación minoritaria.

***Inmobiliaria Corbusier S.A.** era propietaria de un terreno en la Parroquia Natabuela de la ciudad de Ibarra, el cual se adquirió en 1997 con la idea de construir un hotel. La Gerencia decidió no continuar con el proyecto y el terreno se vendió durante el mes de septiembre 2008.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

El número de accionistas sobrepasa las 800 personas entre jurídicas y naturales, sin embargo los dos principales accionistas de la empresa concentran una participación de casi el 38%. A continuación un detalle de los principales accionistas con una participación mayor al 1.5%:

Accionistas	Capital	Participación
DASSUM FUAD ALBERTO	6,590,891	26.89%
CFN	2,708,924	11.05%
NECOPA S.A.	1,280,268	5.22%
IESS	802,161	3.27%
ABEDRABBO LARACH JORGE	746,625	3.05%
DE WAPPENSTEIN BETTY	661,351	2.70%
LANAFIT S.A.	639,518	2.61%
INDUSTRIAL TEXTILANA S.A.	639,518	2.61%
MANORFIELD OVERSEAS	599,617	2.45%
WAPPENSTEIN OVIDIO	517,217	2.11%
ASTECNIA C.A. LTDA.	376,924	1.54%
OTROS ACCIONISTAS	8,946,986	36.50%
TOTAL	24,510,000	100.00%

El Directorio, de acuerdo a los estatutos, es nombrado por la Junta General de Accionistas, en un número que no podrá ser inferior a siete, ni mayor de nueve. Cada Director Principal tendrá su respectivo suplente, quienes también serán nombrados por la Junta General de Accionistas.

El Directorio está conformado de la siguiente manera:

Director Principal	Director Suplente
Sr. Fuad Dassum - Presidente	Sr. Morice Dassum
Sr. Cecil Terán - Vicepresidente	Sr. Raúl Iturralde
Sr. Rafael Terán - Gerente General	
Sr. Ovidio Wappenstein	Sr. Esteban Sevilla
Sr. Alberto Kuri	Sr. Carlos Correa
Sr. Enrique Ledesma	Sr. Patricio Donoso
Sr. Ignacio Ponce	Sr. Juan Montufar
Sr. Andrés Pérez - Asesor	

El señor Fuad Dassum es el mayor accionista y ha actuado como Presidente del Directorio desde 1983.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

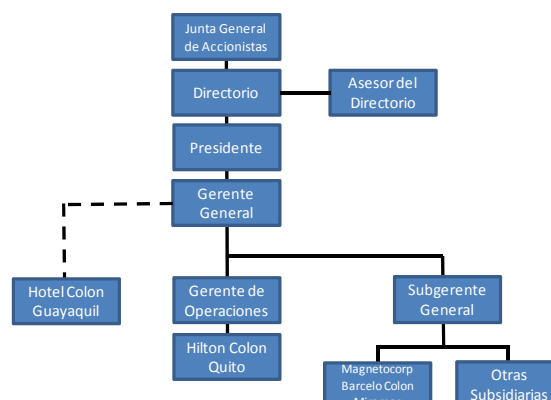
La plana Gerencial, quienes son nombrados por el directorio, se compone de:

- Presidente Ejecutivo Fuad Dassum
- Gerente General Rafael Terán
- Subgerente General Patricio Jiménez
- Gerente de Operaciones Michel Thorin

Todos reportan estudios superiores y experiencia en sus respectivas áreas de trabajo por más de 15 años.

Es importante mencionar que el 37% del personal tiene más de 10 años en el Hotel, además existe un Comité de Empresa, con el cual se ha mantenido una buena relación. El último Contrato Colectivo se firmó el 1ro. de enero de 2008 y tiene una duración de 2 años.

La estructura administrativa de HCI, tiene el siguiente esquema:



De esta manera observamos que el Gerente General supervisa al Hotel Colón Guayaquil, Hilton Colón Quito, Barceló Colón Miramar en Salinas y las otras subsidiarias. El Gerente de Operaciones que reporta al Gerente General, es quien controla la Gerencia de Ama de Llaves, Gerencia de Mantenimiento, Gerencia de Recepción, Gerencia de Alimentos y Bebidas y la Gerencia de Cocina del Hotel Colón Internacional.

A marzo 2009, HCI cuenta con 383 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Personal	Número
Administrativo	69
Operativo	304
Aprendices	10
Total	383

En el 2008, de acuerdo a la nueva Ley Contratación, el HCI insertó a 145 empleados en su nómina. A raíz de la aprobación del Mandato 8 con respecto al trabajo por horas, el sector turístico en el Ecuador se afectó con alrededor de 10.000 puestos de trabajo relacionados a 33 tipos de actividades turísticas.

RIESGO SECTORIAL

Según información de la Dirección Nacional de Migración, durante el año 2008 el Ecuador recibió 1.005.297 extranjeros, lo que representó un crecimiento de 7,2% anual en el flujo de turistas que recibe el país.

Sin embargo, hasta el mes de abril 2009 se observa un comportamiento diferente. De acuerdo a la DNM, la llegada de extranjeros tuvo una disminución de -0.62% con respecto al mismo período 2008 y la salida de ecuatorianos al extranjero se contrajo en -2,38%.

Esta ligera disminución se puede explicar por la influencia de dos factores coyunturales, el primero, la recesión que atraviesan varias economías del mundo y que ha impactado sobretodo en el alza de índices de desempleo y en la inflación; y el segundo la declaración de alerta nivel 5 de la Organización Mundial de la Salud por una posible pandemia del virus AH1N1, lo que frenó al turismo en varios países durante el último mes.

Esto ha afectado también al sector hotelero el cual registra menores porcentajes de ocupación. De acuerdo a la Federación Hotelera del Ecuador (AHOTEC), hasta marzo 2009 el porcentaje de ocupación en



establecimientos de alojamiento en la ciudad de Quito tuvo una disminución de 10.6 puntos porcentuales con respecto a la observada en el primer trimestre 2008. A marzo 2009, la capacidad instalada del sector de hoteles de lujo es de 1.546 habitaciones.



Fuente: CAPTUR

Por otro lado, es importante mencionar que en el primer trimestre del 2009 la tarifa promedio del segmento de lujo tuvo un incremento del 7% anual, gran parte explicado por el aumento de la inflación.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

La capacidad instalada, el número de habitaciones y los servicios adicionales como salones y salas de reuniones para eventos sociales y de trabajo han permitido al HCI ser reconocido como uno de los más importantes participantes en el sector hotelero de la ciudad de Quito.

A marzo 2009, HCI ganó un lugar en participación de mercado por ventas totales comparativamente al año anterior pasando, pasando del cuarto al tercer lugar, si se considera el grado de ocupación y nivel de tarifas, como se puede apreciar en los siguientes cuadros:

	Posición en el Mercado				
	2005	2006	2007	2008	Mar-09
BEST WESTERN CASINO PLAZA	8	7	6	6	8
DANN CARLTON	5	5	5	7	5
GRAND HOTEL MERCURE ALAMEDA	7	8	8	8	7
HILTON COLON	6	6	7	4	3
JW MARRIOTT	2	1	1	3	2
RADISSON	4	4	4	5	6
SHERATON	3	3	3	1	4
SWISSOTEL	1	2	2	2	1

	Tasa de Ocupación (%)				
	2005	2006	2007	2008	Mar-09
BEST WESTERN CASINO PLAZA	42.03	63.22	77.41	78.40	71.21
DANN CARLTON	71.62	67.50	69.89	65.00	59.59
GRAND HOTEL MERCURE ALAMEDA	55.89	61.11	67.42	62.54	61.21
HILTON COLON	57.44	61.29	59.37	74.93	60.48
JW MARRIOTT	66.08	72.04	68.49	69.30	60.89
RADISSON	70.84	69.72	65.90	64.17	56.37
SHERATON	76.23	75.80	77.40	82.77	71.86
SWISSOTEL	68.48	68.31	68.33	73.82	54.97
TOTAL	64.04	66.74	67.91	71.30	61.03

	Tarifa Promedio (USD)				
	2005	2006	2007	2008	Mar-09
BEST WESTERN CASINO PLAZA	56.27	55.23	56.33	63.17	66.44
DANN CARLTON	59.74	59.78	63.02	65.00	71.84
GRAND HOTEL MERCURE ALAMEDA	52.25	53.60	52.25	58.99	61.74
HILTON COLON	56.97	60.42	65.84	86.34	82.81
JW MARRIOTT	89.24	94.32	104.41	116.59	112.74
RADISSON	62.38	64.69	72.66	80.71	84.25
SHERATON	73.22	76.56	83.99	113.70	115.14
SWISSOTEL	88.99	98.47	104.61	118.99	117.23
TOTAL	71.52	75.31	79.79	93.44	92.93

Fuente: Hotel Colón Internacional
Elaborado: BankWatch Ratings

Es importante mencionar que existen dos nuevos hoteles en el segmento de lujo que han entrado a competir en el mercado. Pese a que aun tienen menos del 2% de participación cada uno son una potencial amenaza para los hoteles de este segmento.

Frente a un mercado cada vez más competitivo, el Hotel Colón Internacional como parte de su estrategia de negocios diseñó la Torre Ejecutiva con 42 suites hoteleras de 60 y 90 metros cuadrados con servicios apropiados para ejecutivos. Este proyecto le permitió al HCI entrar en uno de los nichos de mercado con márgenes más altos, en el cual no había incursionado y así diversificar la oferta de sus servicios. La inclusión de este nuevo producto en el mercado en el segundo semestre del 2008 impulsó la tarifa promedio al alza lo que permitió equilibrar los ingresos frente a la disminución de la ocupación.

Adicionalmente, el HCI ofrece otros servicios como son sus salones para recepciones y salas de conferencias que tienen una capacidad mayor a la que ofrecen la mayor parte de sus competidores y que está acorde con la tendencia de la demanda. Este segmento también se vio afectado, pues sirve principalmente al sector corporativo el cual restringió eventos y capacitaciones durante el primer trimestre 2009. El emisor espera que este rubro se recupere a en el segundo semestre del año cuando las ventas estacionalmente son mayores.

■ GESTION OPERATIVA

A diciembre 2008 las ventas de Hotel Colón Internacional ascendieron a USD 11.600 M lo que representó un crecimiento anual de 9.5%. A marzo 2009 el volumen de ventas fue USD 2.347 M, al anualizar la cifra representaría una disminución de -19%. Es importante considerar que el primer trimestre es estacionalmente el más bajo en ventas. La contracción en las ventas es consistente con el comportamiento del mercado en general, la disminución en la ocupación de habitaciones y en la realización de eventos.

Las proyecciones realizadas por el emisor estiman una disminución total de ventas del -5% en el 2009, y una recuperación paulatina para los siguientes periodos (crecimiento entre el 5 y 10% hasta el 2012).

El hotel tiene líneas básicas de negocios: habitaciones, alimentos y bebidas; y otros¹, cuya contribución a las ventas a marzo 2009 es: 45%, 48% y 7% respectivamente. El segmento de habitaciones creció en su participación en relación al 2008, y alimentos y bebidas disminuyó de 51% a 48%, esto se explica a partir de la inclusión de la nueva torre de suites y la disminución de eventos.

A mar-09, el costo de ventas absorbió el 61%, de los ingresos por ventas mostrándose creciente respecto de dic-08 (58.7%). El margen bruto se vio afectado sensiblemente frente a la disminución de ventas y

¹ Lavandería, spa, Sal & Pimienta, entre los más representativos.



aumento de la competencia lo que ha provocado que HCI tenga que competir en tarifas, situación que no ocurrió el año anterior.

En el primer trimestre los gastos operativos y financieros no pudieron ser cubiertos con la gestión operativa, por lo que la empresa tuvo un resultado operativo negativo. La pérdida antes de participación e impuestos a marzo 09 ascendió a USD -278 M, que representa el -11.9% de las ventas. A dic-09, el hotel proyecta tener utilidades por USD 1.9MM. Esta proyección se sustenta en los resultados preliminares positivos del mes de abril por eventos realizados, en el desempeño positivo de sus compañías filiales en el primer trimestre y en eventos ya contratados para el segundo semestre 2009.

Los ingresos no operacionales provenientes del rendimiento de inversiones en compañías relacionadas se estiman en USD 1.3MM para el año 2009. Estos ingresos se registran el último trimestre del año y representaron a dic-08 el 89% de las utilidades antes de impuestos y participaciones del HCI.

El ROA y el ROE a dic-08, fueron de 4.3% y 5.4% respectivamente, estos indicadores fueron inferiores a los del 2007 (5.4% y 6.5% respectivamente). Se esperaría que para el 2009 llegue a los mismos niveles alcanzados en el 2008, y a partir del 2010 se estiman ligeros incrementos.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

El presente informe se realiza con balances auditados de dic-08 y balances no auditados a mar-09. La compañía mantiene acciones en compañías subsidiarias con una participación de hasta el 100% pero no consolida sus estados financieros.

La estructura de activos del hotel muestra históricamente que los activos de mayor peso son: inversiones en relacionadas o vinculadas (61.4% a dic-08 y 61.7% a mar-09) y los activos fijos (26.7% a dic-08 y 26.8% a mar-09), este último rubro ha crecido en el último año como resultado de remodelaciones y reposiciones en consistencia con el ciclo del negocio. El rubro de depreciaciones representa a dic-08 el 1.61% del activo y como gasto no desembolsable es importante dentro del flujo de fondos de la compañía.

El activo corriente representa apenas el 6% del activo total. El rubro más importante en el activo corriente son las cuentas por cobrar (45%). No se manejan políticas de crédito, la mayor parte del negocio es de contado.

Adicionalmente en el balance de Hotel Colón Internacional, se observan cuentas por cobrar de largo plazo con compañías relacionadas, las mismas que a dic-08 fueron de USD 1.6MM y a mar-09 suman USD 1.5MM. Cabe destacar que el rubro de la deuda de Magnetocorp por la construcción del Hotel Barceló Miramar tuvo una disminución del 36% a mar-09 con respecto a mar-08. La deuda se ha ido amortizando a medida que el Hotel Barceló Miramar ha ido generando

flujos propios. El saldo de la deuda de Magnetocorp asciende a USD 1.1MM².

Otra cuenta importante es la deuda que Astecnia mantiene con el Hotel, misma que a mar-09 fue de USD 333M y que se originó en la venta de activos inmuebles.

A mar-09 el pasivo corriente es el 39% del pasivo total y el 61% corresponde a pasivo de largo plazo. La emisión de obligaciones realizada en el 2008 permitió el financiamiento a largo plazo. El pasivo de corto plazo se compone de deuda con bancos locales (28%), cuentas por pagar a accionistas y relacionadas (19%) y proveedores (9%).

El 78% del activo total está financiado con patrimonio a mar-08.

ENDEUDAMIENTO

INDICADORES FINANCIEROS	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	1.59	3.45	4.76	4.67	2.21
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	0.57	2.25	-0.05	-1.89	0.74
EBITDAR / cargos fijos (Intereses y cuota leasing del periodo)	1.59	3.45	4.76	4.67	2.21
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	8.41	3.63	2.94	2.95	5.04
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	8.10	3.29	2.74	2.85	4.86
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	22.59	5.11	3.72	4.27	9.22
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	10%	44%	10%	-5%	20%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	15.7%	12.8%	12.8%	15.3%	15.1%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	18%	22%	20%	0%	2%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	74%	73%	68%	65%	63%
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio (x)	0.25	0.20	0.22	0.28	0.28
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	0.29	0.22	0.24	0.30	0.31
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0.25	0.20	0.22	0.28	0.28
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio	0.29	0.22	0.24	0.30	0.31

En nov-08 se colocaron USD 4.7 MM de la segunda emisión de obligaciones de HCI y los restantes USD 300 M se terminaron de colocar en feb-09.

El peso de la deuda bancaria sobre el pasivo total pasó del 40% en dic-07 al 11% en mar-09. Esta disminución refleja el proceso de sustitución de pasivos, objetivo de la emisión de obligaciones. A mar-09 la empresa mantiene USD 1 MM de deuda con bancos, que de acuerdo a información del emisor, no será renovada y el vencimiento es al final del 2009 e inicios 2010. De esta forma la empresa se apalancaría solamente a través del endeudamiento con el mercado de valores.

El nivel de endeudamiento (Pasivo Total / Patrimonio Tangible) se incrementa ligeramente a dic-08, pasando de 0.24 en dic-07 a 0.30. Esto se explica por la inclusión de la emisión de obligaciones en el balance y el proceso de sustitución de pasivos que ha esa fecha aún no ha concluido. Se estima que en los siguientes períodos este indicador disminuya, siempre que la empresa mantenga su capacidad histórica de generación de flujos y no

² USD 662M corresponden a la deuda bancaria y USD 438M en cuentas por cobrar remanente de aportes para capital realizados.



empresa planes de expansión que requieran mayor financiamiento.

A mar-09 la relación Deuda Financiera (incluida la emisión de obligaciones) sobre EBITDA fue de 5.04, dos puntos mayor a la presentada en dic-08. La contracción de ventas y de generación de resultados en el primer trimestre y el endeudamiento con el mercado de valores hace que este indicador en este período casi se duplique. Esta no sería una situación recurrente, pues la empresa estima que habrá una importante recuperación en la gestión operativa al finalizar el año 2009, debido a los factores mencionados anteriormente.

De acuerdo a las actas de directorio, se ha estipulado el pago de USD 1,460M por año desde el 2006, la política no escrita para el pago de dividendos, es el 6% del capital social. Esta política se ha cumplido en los períodos 2007 y 2008, en el futuro podría ajustarse de acuerdo a la capacidad de la empresa de generar flujos positivos para cumplir con las obligaciones con el mercado de valores y con los accionistas.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

LIQUIDEZ	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	0.40	0.41	0.58	0.24	0.17
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	0.09	0.23	0.11	0.15	0.21
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1.59	3.45	4.76	4.22	2.21
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	1.97	5.11	6.04	6.05	4.07
FFO / cargos fijos (intereses período+cuota)	1.59	3.45	4.76	4.22	2.21
CFO / cargos fijos	0.97	4.11	5.04	5.05	3.07
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.11	0.48	0.46	0.96	0.62
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.18	0.81	0.62	1.50	1.58
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.39	1.98	1.69	1.97	0.59
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.64	3.32	2.27	3.09	1.50
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.29	0.68	0.59	1.38	1.13
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	0.36	0.84	0.67	1.97	2.34
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.64	1.54	1.48	1.77	0.72
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.26	1.09	0.18	-0.20	1.13
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.92	4.48	0.64	-0.40	2.15

A dic-08 y a mar-09, los índices de liquidez del Hotel Colón Internacional mejoran sensiblemente gracias a la reestructuración de los pasivos, además de la mayor operatividad del hotel una vez que se finalizaron las remodelaciones en el 2008.

La generación operativa de la empresa cubrió holgadamente los gastos financieros, y los requerimientos de capital de trabajo, generando un flujo de caja de operaciones (CFO) positivo que antes del pago de dividendos y CAPEX cubriría el total de la deuda de corto plazo (antes de otros ingresos no operativos generados por las inversiones).

En dic-08, el flujo de caja libre (FCF), luego del pago de dividendos y CAPEX fue negativo, la deuda de corto plazo tuvo que ser refinanciada. Sin embargo, a mar-09 el FCF cubre en 1.13 veces la Deuda Financiera de corto plazo (a la fecha los dividendos aún no han sido pagados). De acuerdo a la nueva estructura de deuda, y considerando que no se realizarían inversiones importantes en CAPEX, el flujo de operaciones permitiría cubrir satisfactoriamente el pago de la deuda.

OTROS INDICES	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-1,891	-947	-2,275	-1,460	-1,301
Liquidez Acida (x)	0.45	0.64	0.45	0.57	0.58
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.28	0.47	0.30	0.34	0.33
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.25	0.33	0.31	0.27	0.26
Patrimonio / Activo Total (x)	0.80	0.83	0.82	0.78	0.78
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	2.03	2.69	3.06	4.23	3.72
Días de cuentas por cobrar	177.5	133.8	117.5	85.1	96.9
Rotación de inventarios (x)	22.7	31.0	24.9	24.9	19.3
Días de inventarios	15.9	11.6	14.4	14.5	18.7
Rotación de cuentas por pagar (x)	5.7	6.2	5.1	4.7	6.3
Días de cuentas por pagar	63.1	58.1	71.0	77.1	57.3
Rotación Capital de Trabajo	-2.7	-6.3	-2.7	-4.7	-4.4
Días de Capital de Trabajo	-135.0	-57.1	-134.7	-77.2	-82.2
Días de Ciclo de Operación	-265.2	-144.4	-195.6	-99.7	-140.5

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

Las emisiones en circulación tienen garantía general.

Según el artículo 13 de la Sección 1, del Capítulo 3, Subtítulo 1 del Título 3 "Oferta Pública de Valores", de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: "El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones.

A mar-09, los activos de HCI ascienden a USD 43.749 M, y tiene USD 948 M en activos diferidos; dejando un activo libre para garantía de emisiones de USD 42.801 M. La emisión vigente y colocada en el mercado de valores es de USD 5MM, así a mar-09 tiene una cobertura de 8.56 veces.

ACTIVOS	Activos Mar-2009	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General
Activos Líquidos	221		221		221
Cuentas por Cobrar Comerciale	1,016		1,016		1,016
Inventarios	296		296		296
Otras Ctas. Por Cobrar	618		618		618
Gastos anticipados	308		308		308
Propiedades	11,727		11,727		11,727
Inversiones en acciones	26,985		26,985		26,985
Cuentas por Cobrar LP	1,510		1,510		1,510
Activos Diferidos	948		948	948	0
Otros activos	119		119		119
ACTIVO TOTAL	43,749		43,749	948	42,801
Monto de la Emisión	5,000				

Garantía / Emisión 8.56 veces

La presente emisión no tiene resguardos adicionales establecidos en la escritura del contrato de emisión ni en el prospecto de oferta pública.



▪ **POSICIONAMIENTO DEL VALOR
EN EL MERCADO, PRESENCIA
BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS
VALORES**

La experiencia de la compañía en el mercado de valores ha sido satisfactoria. En el año 2001 emitió USD 4MM, los cuales se colocaron en su totalidad y se pagaron en tiempo y forma. De igual forma, la segunda emisión de obligaciones fue colocada en su totalidad en el mercado de valores y hasta el momento se ha cumplido puntualmente con las obligaciones correspondientes a pago de intereses.



HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.

(Miles de USD)	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
RESULTADOS					
Ventas	8,670	10,185	10,596	11,600	2,347
% crecimiento		17.5%	4.0%	9.5%	-19.1%
MARGEN BRUTO (%)	42%	41%	43%	41%	39%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	707	1,348	1,706	2,108	301
MARGEN EBITDA (%)	8.2%	13.2%	16.1%	18.2%	12.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	707	1,348	1,706	2,108	301
MARGEN EBITDAR (%)	8.2%	13.2%	16.1%	18.2%	12.8%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos op	461	760	932	1,463	524
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	246	588	774	644	-223
Gasto Financiero del período	-444	-391	-359	-452	-136
Impuestos a la renta	0	0	0	-200	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	0.0%	7.2%	7.2%	8.0%	8.9%
UTILIDAD NETA	914	2,127	2,202	1,847	-278
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	0.0%	6.5%	6.5%	5.4%	-3.3%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	0.0%	5.3%	5.4%	4.3%	-2.5%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	818	1,369	1,920	1,777	246
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	168	647	462	825	255
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	985	2,016	2,382	2,602	500
Inversión en Activos Fijos	-454	-468	-1,725	-2,963	-200
Otras Inversiones, Neto	273	610	577	700	-236
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y egresos no operat	804	2,158	1,233	339	64
Variación Neta de Deuda Financiera	-1,754	-1,054	118	1,209	-162
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-475	-898	-1,360	-1,471	0
Otros Financiamientos, Neto	-90	31	-122	-194	141
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	-1,514	236	-130	-117	44
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH					
EBITDA OPERATIVO	707	1,348	1,706	2,108	301
(-) Gasto Financiero del período	-444	-391	-359	-452	-136
(-) Impuesto a la renta del período	0	0	0	-200	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pag;	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	263	958	1,348	1,456	164
(-) Variación Capital de Trabajo	168	647	462	825	255
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	431	1,604	1,809	2,282	419
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,112	1,929	1,787	1,854	81
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-475	-898	-1,360	-1,471	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-454	-468	-1,725	-2,963	-200
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	614	2,167	511	-298	300
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	3.04%	9.40%	12.72%	12.55%	7.00%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍOD)	707	1,348	1,706	2,108	301
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	217	458	332	224	221
Activos Totales	39,964	39,989	41,362	43,929	43,749
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	2,407	1,988	2,902	1,522	1,060
Psivo financiero Largo Plazo	3,542	2,907	2,112	4,700	5,000
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Obligaciones FinancierasTotal (ajustada a leasing)	5,949	4,895	5,013	6,222	6,060
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	31,969	33,273	34,004	34,381	34,102
Capitalización ****	37,918	38,168	39,018	40,603	40,162
Pasivos contingente	223	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	0
Derechos Fiduciarios	447	484	738	939	948
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	39,517	39,505	40,624	42,990	42,801
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	4,700	5,000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)					9
Límite Legal para Emitir Obligaciones	31,614	31,604	32,499	34,392	34,241

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.



HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.

(Miles de USD)

	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.59	3.45	4.76	4.67	2.21
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	0.57	2.25	-0.05	-1.89	0.74
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	1.59	3.45	4.76	4.67	2.21
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	8.41	3.63	2.94	2.95	5.04
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	8.10	3.29	2.74	2.85	4.86
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	22.59	5.11	3.72	4.27	9.22
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	10%	44%	10%	-5%	20%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	15.7%	12.8%	12.8%	15.3%	15.1%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	18%	22%	20%	0%	2%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	74%	73%	68%	65%	63%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0.25	0.20	0.22	0.28	0.28
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	0.29	0.22	0.24	0.30	0.31
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0.25	0.20	0.22	0.28	0.28
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0.29	0.22	0.24	0.30	0.31

LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	40%	41%	58%	24%	17%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	9%	23%	11%	15%	21%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	159%	345%	476%	422%	221%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	197%	511%	604%	605%	407%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	159%	345%	476%	422%	221%
CFO / cargos fijos	97%	411%	504%	505%	307%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.11	0.48	0.46	0.96	0.62
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.18	0.81	0.62	1.50	1.58
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.39	1.98	1.69	1.97	0.59
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.64	3.32	2.27	3.09	1.50
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.29	0.68	0.59	1.38	1.13
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período)	0.36	0.84	0.67	1.97	2.34
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.64	1.54	1.48	1.77	0.72
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.26	1.09	0.18	-0.20	1.13
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.92	4.48	0.64	-0.40	2.15

OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-1,891	-947	-2,275	-1,460	-1,301
Liquidez Acida (x)	0.45	0.64	0.45	0.57	0.58
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.28	0.47	0.30	0.34	0.33
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.25	0.33	0.31	0.27	0.26
Patrimonio / Activo Total (x)	0.80	0.83	0.82	0.78	0.78
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	2	3	3	4	4
Días de cuentas por cobrar	177	134	117	85	97
Rotación de inventarios (x)	23	31	25	25	19
Días de inventarios	16	12	14	14	19
Rotación de cuentas por pagar (x)	6	6	5	5	6
Días de cuentas por pagar	63	58	71	77	57
Rotación Capital de Trabajo	-3	-6	-3	-5	-4
Días de Capital de Trabajo	-135	-57	-135	-77	-82
Días de Ciclo de Operación	-265	-144	-196	-100	-140

(x) Índice expresado en número de veces