



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Empresa Nacional de Aeronáutica de Chile - ENAER

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Carlos García B.
carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA
Noviembre 2021

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	AAA
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2021 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº894 de 19.06.18
Serie A (BENAR-A)	Primera emisión

Estados de Resultados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
Ingresos de actividades ordinarias	46.791	55.669	50.107	53.261	59.800	48.112
Costo de ventas	-34.614	-45.388	-40.605	-43.051	-46.353	-34.718
Ganancia bruta	12.177	10.281	9.502	10.210	13.447	13.394
Gastos de administración	-4.352	-5.476	-5.668	-5.776	-5.415	-5.633
Resultado operacional	7.825	4.805	3.834	4.434	8.032	7.761
Gastos financieros	-1.752	-2.535	-3.375	-3.347	-2.775	-1.908
Utilidad del ejercicio	3.978	-1.250	936	580	3.744	4.611
EBITDA	9.618	8.004	7.737	8.357	10.871	10.458

Estados de Situación Financiera IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
Activos corrientes	53.426	48.207	44.918	44.935	49.960	55.680
Activos no corrientes	42.066	45.405	42.507	47.332	49.044	49.636
Total activos	95.492	93.612	87.425	92.267	99.004	105.316
Pasivos corrientes	44.509	24.931	7.047	8.413	11.164	11.946
Pasivos no corrientes	45.289	57.259	69.497	64.893	60.704	63.321
Patrimonio	5.694	11.422	10.881	18.961	27.136	30.049
Total patrimonio y pasivos	95.492	93.612	87.425	92.267	99.004	105.316
Deuda financiera	82.120	74.319	71.465	66.775	62.401	64.690

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2021. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2021 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de Humphreys está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La Empresa Nacional de Aeronáutica de Chile (ENAER) es una empresa Autónoma del Estado, cuya personalidad jurídica data de marzo de 1984, pero sus orígenes se remontan a la década de 1920, con la creación de la Maestranza Central de Aviación.

Según los estados financieros a diciembre de 2020, la empresa generó ingresos anuales por aproximadamente US\$ 59,8 millones y un EBITDA del orden de los US\$ 10,9 millones. A esa fecha, el emisor presentaba una deuda financiera por US\$ 62,4 millones y su patrimonio ascendía a cerca de US\$27,1 millones; a junio de 2021 estas mismas partidas ascendían a US\$65,5 millones y US\$29,2 millones, respectivamente.

La clasificación en *“Categoría AAA”* de la línea de bonos y de los títulos de deuda serie A emitidos por la empresa se sustenta en la garantía que el Estado de Chile, en calidad de codeudor solidario, ha otorgado a los créditos contratados por la sociedad, incluido los bonos objeto de calificación.

También se ha considerado como elemento positivo, el carácter estatal de la empresa, así como la importancia estratégica por los servicios que proporciona a su principal cliente, la Fuerza Aérea de Chile, que le ha permitido tener una relación contractual de larga data con esa institución. En este sentido, se estima que **ENAER** presenta un bajo riesgo operativo, dado que su funcionamiento excede criterios meramente económicos.

Por otro lado, la evaluación incorpora la alta capacidad técnica de su personal lo que le permite ser uno de los pocos proveedores a nivel mundial de algunos de los servicios ofrecidos, que se traduce en una reducida capacidad de los clientes para cambiarlo como proveedor de servicios. Asimismo, se ha considerado en forma favorable las certificaciones provistas por entes extranjeros, que permiten a la empresa ofrecer servicios de alto estándar a sus clientes.

De esta manera, se estima que los contratos con que actualmente opera **ENAER**, principalmente orientados a la provisión de servicios de mantenimiento, corresponden a un adecuado predictor de la capacidad de generación de flujos en el mediano y largo plazo por parte de la empresa.

En contraposición, pero sin afectar la clasificación de riesgo de los bonos, entre las debilidades de la empresa se tiene el alto nivel de concentración que presentan sus ingresos, provenientes, durante 2021, en 92% de los servicios prestados a la FACH. Con todo, este riesgo se morigera toda vez que el Director Ejecutivo es nominado por el Comandante en Jefe de la FACH, lo que evita que los incentivos de ambas instituciones difieran en forma significativa. También, como elemento desfavorable se considera su dependencia de certificaciones provistas por entes extranjeros, y cuya pérdida podría afectar la capacidad de venta de servicios.

Con relación a la crisis provocada por el Covid-19, en los hechos, los ingresos no se vieron afectados, toda vez que el tipo de negocio que ha desarrollado la empresa se basa en contratos a largo plazo y su principal cliente es la FACH, comprobándose la estabilidad en cuanto a sus ingresos. Además, a juicio de la clasificadora la empresa cuenta con una robusta liquidez para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, lo cual queda demostrado con la estructuración de la deuda de la empresa donde los vencimientos son a largo plazo. En cuanto al pago de los cupones de los bonos, no existe riesgo toda vez que se dispone de la caución del Estado.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Garantía estatal a las obligaciones de **ENAER**.

Fortalezas complementarias

- Empresa Autónoma del Estado de Chile.
- Importancia estratégica para la Fuerza Aérea de Chile.
- Alta capacidad técnica del personal.
- Certificaciones provistas por entes extranjeros.

Fortalezas de apoyo

- Metas anuales de gestión monitoreadas por el SEP.
- Supervisión de la Contraloría General de la República.

Riesgos considerados

- Alta concentración de ingresos en un solo cliente.
- Dependencia de certificaciones provistas por entes extranjeros.
- Estructura del bono de tipo *bullet* con riesgo de refinanciamiento.

Hechos recientes

Resultados 2020

Durante 2020 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 59,8 millones, lo que representó un crecimiento de 12,3% con respecto a igual período de 2019.

En el mismo período, el costo de explotación de la empresa ascendió a US\$ 46,4 millones, lo que significa un aumento de 7,7% respecto a 2019. Como consecuencia de lo anterior, la proporción de los costos sobre los ingresos totales se redujo desde 80,8% en 2019, a 77,5% a fines de 2020.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron a US\$ 5,4 millones, registrando una caída de 6,3% respecto de 2019, debido a los menores desembolsos asociados a una mayor proporción de los trabajadores administrativos realizando teletrabajo. De esta manera, los gastos de administración representaron un 9,1% de los ingresos en el período.

El resultado de operación de este período, definido como ganancia bruta más costos de administración, ascendió a US\$ 8 millones, lo que representó un aumento de 81,1% con respecto al resultado operacional de diciembre de 2019. El EBITDA, en tanto, alcanzó los US\$ 10,9 millones, lo que implica un aumento de 30,1% en el período analizado. De esta manera, el resultado del ejercicio de 2020 totalizó US\$ 3,7 millones, lo que representa un aumento de casi 546%.

Resultados junio 2021

Durante los primeros seis meses de 2021, los ingresos totales de la empresa ascendieron a US\$29,9 millones, lo que representa una caída de 5,2% respecto del mismo período de 2020. Los costos de venta, por su parte, se

contrajeron en 12,2%, totalizando US\$ 21,9 millones. El resultado operacional creció en 6,5%, totalizando US\$ 4,5 millones durante el primer semestre de 2021.

En línea con lo anterior, el EBITDA mostró un aumento de 9,3% si se compara con igual período de 2020, al registrar un valor de US\$ 6,1 millones durante el período enero-junio de 2021.

El resultado del ejercicio de la empresa durante este período alcanzó a US\$ 2,1 millones, un 97,5% superior al mismo período de 2020.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Garantía Estatal

El Estado de Chile, en calidad de codeudor solidario, ha otorgado, con fecha 17 de octubre de 2017, su garantía a los créditos contratados por la empresa, así como a los eventuales bonos que la empresa emita en el marco de su proceso de refinanciamiento de pasivos. Esta garantía reduce en forma significativa los riesgos enfrentados por los tenedores de bonos, asimilándose al riesgo del Estado de Chile.

Relevancia estratégica para la FACH

ENAER proporciona servicios que permiten la continuación operativa de su principal cliente, la Fuerza Aérea de Chile. De esta manera, se ha consolidado entre ambas instituciones una relación contractual de larga data. En este sentido, se estima que **ENAER** presenta un bajo riesgo operativo, dado que su funcionamiento excede criterios meramente económicos.

Alta capacidad técnica del personal

La alta sofisticación técnica de los servicios prestados por la empresa requiere personal altamente calificado. Asimismo, la alta capacidad técnica de su personal le permite ser uno de los pocos proveedores a nivel mundial de algunos de los servicios ofrecidos, lo que se traduce en una reducida capacidad de los clientes para sustituirlo como proveedor de servicios.

Certificaciones otorgadas por entes extranjeros

Dada la naturaleza de los servicios provistos por **ENAER** tanto a clientes nacionales como extranjeros, los fabricantes exigen que los proveedores de servicios dispongan de las certificaciones requeridas. Aun cuando la obtención de estas requiere un considerable esfuerzo en términos de recursos humanos y financieros, la obtención de estas certificaciones permite disponer de una ventaja competitiva, al reducir el número de proveedores de aquellos servicios en el mundo. Entre otras, se pueden destacar las siguientes certificaciones con que cuenta **ENAER**: certificación de Lockheed para Service Center de avión Hercules, certificación de Customer Service Facility para Overhaul de helicóptero Bell 412 y certificado como Air Agency otorgado por la Federal Aviation Administration. También dispone de certificación internacional con ABS, al estándar ISO 9001:2016, lo cual le permite presentarse en todo el mundo para ofrecer capacidades de bienes y servicios a operadores del material C-130.

Factores de riesgo

Alta concentración de ingresos

El principal cliente de **ENAER** corresponde a la Fuerza Aérea de Chile, cliente que durante 2020 representó aproximadamente un 92% de las ventas. No obstante, como ya se mencionó, este riesgo se morigerá al considerar que la Dirección Ejecutiva de **ENAER** es nominada por el Comandante en Jefe de la FACh, lo que evitaría una divergencia entre los objetivos de ambas instituciones.

Dependencia de certificaciones otorgadas por entes extranjeros.

La eventual pérdida de estas certificaciones, que, como se señaló, permiten disponer de una ventaja competitiva en la industria aeronáutica, afectaría en forma significativa la venta de servicios a los clientes.

Estructura de financiamiento tipo *bullet*

Los pasivos de la emisora corresponden a obligaciones financieras de tipo *bullet*, que conllevan el pago semestral de intereses. Aun cuando este esquema permite disminuir el estrés de la caja, al no tener que financiar anualmente la amortización de los pasivos, expone a la emisora al riesgo de refinanciamiento al momento del vencimiento. Con todo, se reconoce que la empresa ha tomado acciones para disminuir este riesgo, al efectuar amortizaciones de la deuda bancaria, la cual ha disminuido consistentemente en los períodos recientes. En efecto, no es descartable que, al momento del vencimiento de los pasivos, exista un menor apetito por riesgo que dificulte la obtención de los recursos requeridos. En los hechos, el emisor tiene vencimientos por US\$ 23,5 millones el año 2024, con un EBITDA que en los últimos tres años ha fluctuado entre \$7,7 y US\$ 10,1 millones.

Antecedentes generales

La compañía

ENAER es una entidad autónoma del Estado, fundada en 1984, pero sus inicios datan de 1920, año en que se creó la Maestranza Central de Aviación.

Su objeto social está definido en la ley N°18.297 "El objeto de la Empresa será diseñar, construir, fabricar, comercializar, vender, mantener, reparar y transformar cualquier clase de aeronaves, sus piezas o partes, repuestos y equipos aéreos o terrestres asociados a las operaciones aéreas, ya sean estos bienes de su propia fabricación, integrados o de otras industrias aeronáuticas, para la Fuerza Aérea o para terceros; efectuar estudios e investigaciones aeronáuticas o encargarlos a terceros; otorgar asesorías y proporcionar asistencia técnica."

Para los efectos señalados en el párrafo anterior, podrá establecer plantas industriales, arsenales y maestranzas, y en general, ejecutar y celebrar toda clase de actos y contratos.

Actualmente la firma opera en los segmentos de Fabricación (fabricación de partes y piezas), Servicios (mantenimiento y modernización de aeronaves militares y civiles, sus motores y componentes), Servicios de Ingeniería, Servicios de Calibración y Laboratorio.

ENAER opera en dependencias de la Base Aérea "El Bosque" donde efectúa trabajos de mantenimiento y modernización de aeronaves militares, disponiendo de ingenieros, técnicos y especialistas (en lo referente a profesionales), certificaciones y habilitaciones (en cuanto calificaciones) y talleres de apoyo; para la operación de trabajos de mantenimiento mayor o recuperativo. Este tipo de servicios requiere de instalaciones especializadas, que incluyen equipos de alta complejidad y de un alto costo, gran flujo de repuestos y especialistas altamente calificados. Específicamente se atienden aviones de transporte militar, aviones de combate, helicópteros y aviones de instrucción.

Los contratos vigentes a 2021 se presentan en la Tabla 1.

Tabla 1: Contratos Vigentes **ENAER**

Institución	Servicio	Monto anual (US\$)
FACCh	A-36	1.866.123
	LÍNEA BOEING	2.857.628
	C-KC 130	1.762.230
	ESCUELA PILLAN	2.534.267
	RENOVACIÓN AFL	13.807.733
	ARMAS F-16	300.000
	ENM 1 PINTURA F-16	2.000.000
	EBI	4.354.795
	EVAS	1.210.000
	RENOVACIÓN MLU F-16	2.400.000
	CIRRUS (en renovación)	562.100
	MPB	31.062.535
	ESTRUCTURAL F-16	418.930
Ejército	Contrato N° 3	2.127.905
	Contrato N° 4	1.898.792
	CESSNA	34.844
	CASA CN-235	1.295.466
	CASA CN-235 C-212	98.753
TOTAL		70.592.101

Composición de los flujos

Como se puede apreciar en la Ilustración 1, los ingresos de **ENAER** están concentrados casi en su totalidad en los servicios de mantenimiento, los cuales durante 2020 representaron un 98% de los ingresos totales, seguidos por fabricación con un 2,8% y, por último, laboratorio con un 1,2%. Para el período 2014- 2020 los ingresos de mantenimiento representan el 96,3% de los ingresos totales.

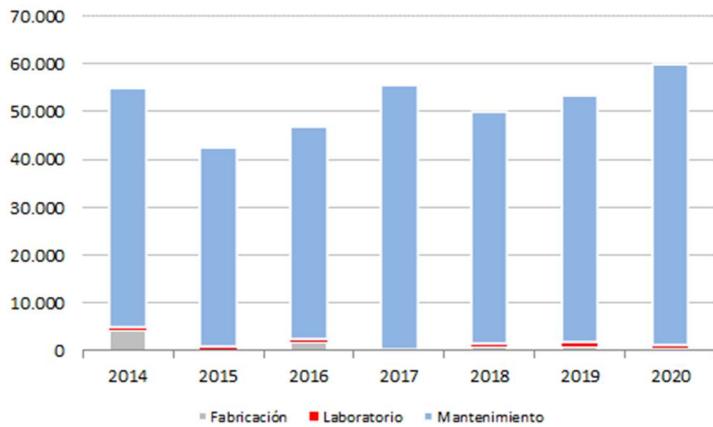


Ilustración 1: Distribución de los ingresos (miles de US\$, 2014-2020)

Líneas de negocio

Servicios de mantenimiento

Comprende el servicio de mantenimiento de motores (entre otros, reparación de componentes del motor del avión F-16 y del *overhaul* de motores *twin pac* del helicóptero Bell 412); de sistemas y equipos (entre otros, mantenimiento de componentes del F-16) y de mantenimiento de aviones (entre otros, inspecciones del avión Hércules, cambio de piel del ala de aviones F-5, *checks* de aviones Boeing 707 y 737 de la FACH y servicios de inspecciones a la familia Airbus 320).

Como se comentó anteriormente el servicio de mantenimiento es la fuente de ingresos más relevante para la empresa, siendo la Fuerzas Aérea de Chile el principal cliente de este segmento y, por ende, de la empresa, representando en 2020 el 92% de los ingresos del segmento.

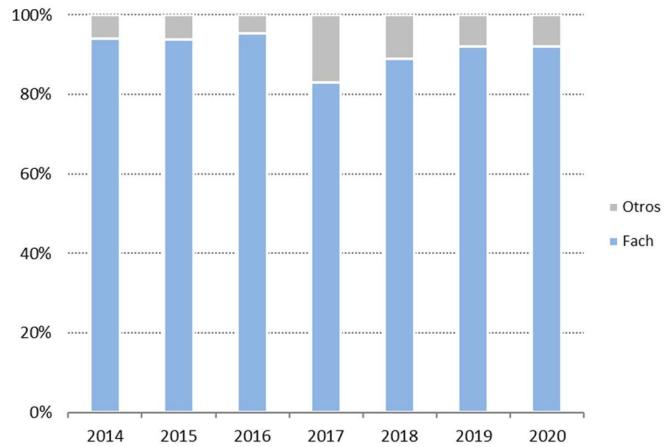


Ilustración 2: Estructura de Ingresos de Servicios de Mantenimiento (2014-2020)

Servicios de análisis de laboratorios

La empresa cuenta con diversos laboratorios de química, física, metrología y custodio. Con estas capacidades, presta servicios de análisis de combustibles, lubricantes y pinturas, peso y balance, torque, tracción, metrología en longitud, temperatura y presión.

Fabricación

Actualmente este segmento presenta un nivel de actividad reducida, en comparación con períodos anteriores, en que se fabricaba una cantidad significativa de conjuntos estructurales para los aviones Embraer 135 y Embraer 145, correspondientes al plano vertical y horizontal del empenaje de esos aviones, y el conjunto Colon del avión CASA 235 y CASA 295 de Airbus Military.

Análisis financiero

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **ENAEER** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2012 y el año móvil finalizado en junio de 2021.

Evolución de ingresos y colocaciones

En 2012 los ingresos totalizaron US\$ 23,3 millones. No obstante, el margen EBITDA resultó ser negativo, en torno a -48%. Posteriormente, la empresa mostró un incremento en sus niveles de ventas, los que se han situado en torno a los US\$50-60 millones anuales, en tanto que el margen EBITDA ha presentado una tendencia creciente a partir de 2017 (ver Ilustración 3). En el año móvil finalizado en junio de 2021 la empresa presentó ingresos por \$ 58,2 millones y un margen EBITDA de 19,6%.

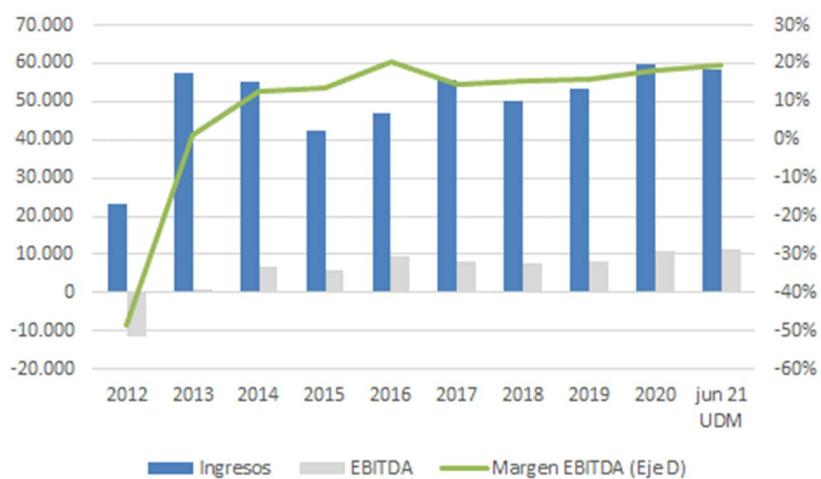


Ilustración 3: Evolución de los ingresos y EBITDA. 2012-Junio 2021 UDM (US\$ Miles y porcentajes)

Endeudamiento

La Ilustración 4 muestra la deuda financiera de **ENAER** en comparación con el EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)², que recoge la capacidad de generación de flujos de la empresa en el mediano plazo tendiendo a neutralizar las fluctuaciones anuales del EBITDA. Se aprecia que desde 2016 el endeudamiento relativo, medido por el indicador Deuda Financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo, ha mostrado una tendencia decreciente, situándose en junio de 2020 un valor de 8,2 veces, valor más bajo presentado desde 2016.

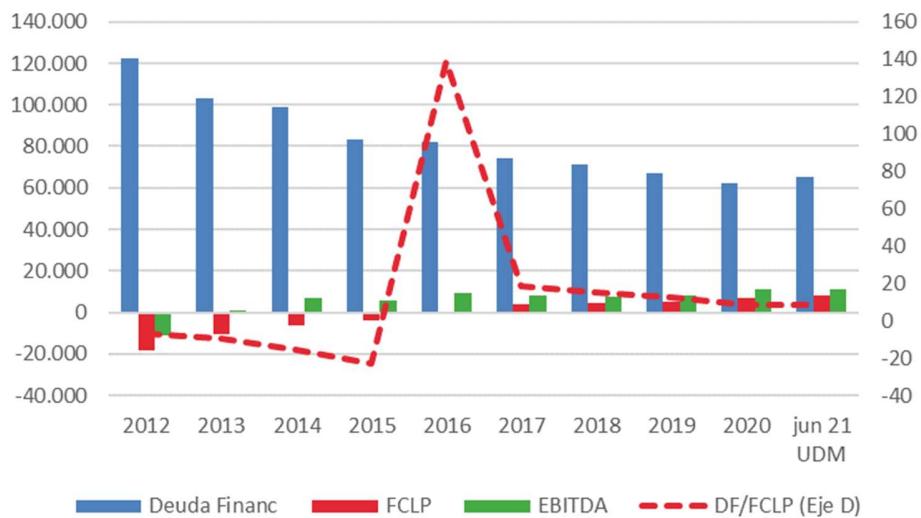


Ilustración 4: Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo y DF/FCLP (US\$ Miles y número de veces)

En tanto, la relación pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede observar en la Ilustración 5, ha presentado una tendencia a la baja desde 2016 a la fecha, llegando a un ratio de 2,7 veces en junio de 2021.



Ilustración 5: Pasivo Exigible / Patrimonio. 2014-jun 2021 (número de veces)

² El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

La Ilustración 6 muestra el calendario de vencimientos de la deuda financiera vigente a junio de 2021. Como se puede apreciar en el gráfico, la empresa presenta holgura en los vencimientos hasta el año 2023. Para el caso de los vencimientos de tres a cuatro años y de cinco o más años, esta clasificadora estima que son vencimientos que la empresa podría refinanciar en su momento.

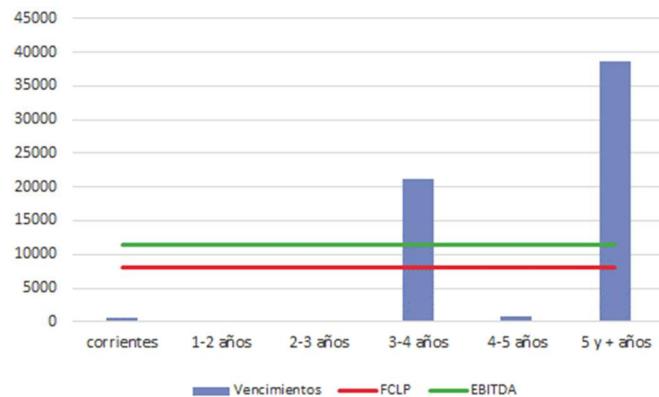


Ilustración 6: Pasivo Exigible / Patrimonio. 2014-jun 2021 (número de veces)

Liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) mostró una fuerte caída en 2016 (principalmente por la adquisición de deuda a corto plazo por parte de la empresa). Posteriormente, este indicador se recupera hasta niveles superiores a 6 veces en 2018, exhibiendo luego una tendencia decreciente, pero situándose en niveles superiores casi de 4 veces a junio de 2021 (ver Ilustración 7).



Ilustración 7: Liquidez

Rentabilidad

La rentabilidad de los activos y operacional se muestran en la Ilustración 8. Se puede apreciar que la rentabilidad operacional tuvo un descenso entre 2016 hasta 2019, para luego presentar un repunte llegando al año móvil finalizado en junio de 2021 a 8,7%. En cuanto a la rentabilidad del activo, ha presentado la misma trayectoria,

exhibiendo una recuperación a partir de 2019, registrando un valor de 4,8% en el año móvil finalizado en junio de 2021.

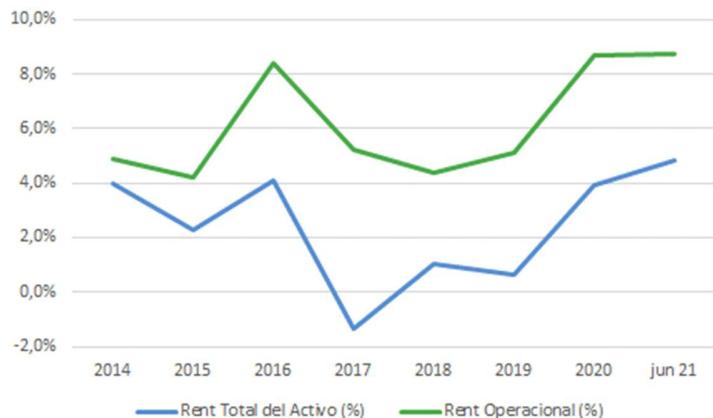


Ilustración 8: Evolución de la rentabilidad

Ratios Financieros

Ratios	Ratios de Liquidez					
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Razón Circulante (Veces)	1,20	1,93	6,37	5,34	4,48	3,94
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,93	1,62	5,36	4,06	3,26	2,95
Razón Ácida (veces)	0,81	1,31	4,46	3,75	3,31	2,82
Rotación de Inventarios (veces)	1,80	2,75	2,79	3,20	3,50	2,80
Promedio Días de Inventarios (días)	202,95	132,86	130,68	114,20	104,20	130,21
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	32,93	10,84	11,58	23,70	12,36	15,38
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	11,08	33,66	31,51	15,40	29,54	23,74
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,91	8,80	12,93	8,75	7,89	4,94
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	46,17	41,46	28,23	41,71	46,25	73,91
Diferencia de Días (días)	35,09	7,80	-3,28	26,31	16,72	50,18
Ciclo Económico (días)	-167,87	-125,07	-133,96	-87,89	-87,49	-80,03
Ratios	Ratios de Endeudamiento					
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Endeudamiento (veces)	0,94	0,88	0,88	0,79	0,73	0,73
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	15,77	7,20	7,03	3,87	2,65	2,68
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,98	0,44	0,10	0,13	0,18	0,22
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	8,54	9,29	9,24	7,99	5,74	5,75
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,12	0,11	0,11	0,13	0,17	0,17
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	91,45%	90,42%	93,36%	91,09%	86,83%	83,86%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,73%	0,86%	0,47%	0,00%	2,24%	0,84%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,27	-0,49	0,28	0,18	1,35	1,89
Ratios	Ratios de Rentabilidad					
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Margen Bruto (%)	26,02%	18,47%	18,96%	19,17%	22,49%	25,54%
Margen Neto (%)	8,50%	-2,25%	1,87%	1,09%	6,26%	8,21%
Rotación del Activo (%)	49,00%	59,47%	57,31%	57,72%	60,40%	54,21%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	4,12%	-1,32%	1,03%	0,65%	3,91%	4,80%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,12%	-1,32%	1,03%	0,65%	3,91%	4,80%
Inversión de Capital (%)	691,94%	379,56%	359,39%	230,34%	170,19%	161,74%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	5,25	2,39	1,32	1,46	1,54	1,42
Rentabilidad Operacional (%)	8,42%	5,21%	4,37%	5,14%	8,69%	8,72%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	50,09%	-14,61%	8,39%	3,89%	16,24%	20,33%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	70,14%	75,79%	73,25%	73,46%	72,77%	69,16%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	73,98%	81,53%	81,04%	80,83%	77,51%	74,46%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,30%	9,84%	11,31%	10,84%	9,06%	11,26%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	98,52%	56,15%	34,38%	29,72%	34,85%	35,34%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	20,56%	14,38%	15,44%	15,69%	18,18%	19,58%

* Activos en Ejecución Descontados

Ratios	Otros Ratios					
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	210,39%	68,66%	65,56%	57,00%	50,10%	47,24%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	13,07%	18,81%	18,39%	18,54%	20,47%	18,79%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	2,79%	2,19%	3,89%	3,96%	1,50%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	297,29%	148,20%	155,56%	89,27%	62,38%	58,04%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."