

Energía
Colombia
Análisis de Crédito

Codensa S.A. E.S.P.

Calificaciones

Instrumento	Calificación Actual
Programa de Emisión Bonos Ordinarios COP\$600.000 millones	AAA
Emisión Bonos Ordinarios COP\$500.000 millones	AAA
Emisión Bonos Ordinarios COP\$650.000 millones	AAA
Emisión Bonos Ordinarios COP\$350.000 millones	AAA
Emisión Papeles Comerciales COP\$400.000 millones	F1+

Resumen de la Calificación

El Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del día 5 de agosto de 2009, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la asignación de la calificación del Programa de Emisión y Colocación de Bonos ordinarios con un cupo global de hasta seiscientos mil millones de pesos (\$600.000.000.000) de Codensa S.A. E.S.P., decidió asignar la calificación "AAA" (triple A), según consta en el Acta No. 1271 de la misma fecha.

Al respecto, es necesario precisar que las emisiones calificadas en esta categoría representan la máxima calificación asignada por Fitch Colombia en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

Perspectiva
estable

Observación
estable

Resumen Financiero

	LTM	
	31/06/09	31/12/09
Ventas \$ billones	2.7	2.5
EBITDA \$ millones	983.754	947.682
Margen %	36.4%	37.3%
Activos Totales \$billones	5.6	5.7
Deuda Total \$billones	1.4	1.6
Deuda Total / EBITDA(x)	1,52	1,73
Deuda Total / FGO (x)	1,69	1,94
EBITDA/Intereses Pagados(x)	7,6	7,2

Analistas

Bibiana Acuña Castillo
57-1-3269999 Ext. 1130
bacuna@fitchratings.com.co

Glauca Calp
57-1-3269999 Ext. 1110
gcalp@fitchratings.com.co

Fundamentos de la Calificación

- La calificación otorgada refleja la posición competitiva de Codensa S.A. E.S.P., la naturaleza del negocio de distribución y comercialización de energía, la solidez financiera de la empresa y la trayectoria del grupo Endesa a nivel internacional y en Colombia. De igual manera, contempla la participación de Codensa S.A. E.S.P. en el negocio de financiación no bancaria (Codensa Hogar), cuya proporción se ha estabilizado relativamente al negocio tradicional de la empresa, y se ha venido realizando bajo parámetros conservadores.
- El direccionamiento estratégico de Codensa S.A. E.S.P., apoyado en una adecuada prestación del servicio de distribución y comercialización de energía eléctrica, una administración de riesgo prudente en el manejo de la liquidez de la compañía así como en el negocio de financiamiento no bancario lleva a que la compañía presente un sólido desempeño operativo y financiero.
- Codensa S.A. E.S.P. se consolida como la mayor compañía prestadora de servicios de distribución y comercialización de energía en Colombia. En la actualidad, la empresa atiende más de dos millones de clientes, supliendo cerca del 24% de la demanda nacional de energía. La operación de Codensa S.A. E.S.P. en el mercado regulado, responsable por la gran mayoría de sus ingresos, tiene características de un monopolio natural, hecho que le confiere una importante fortaleza crediticia.
- La generación de EBITDA de Codensa S.A. E.S.P. ha sido robusta y creciente a lo largo de los últimos años. Sin embargo, en el último año, la tendencia al alza sobre los precios de compra de energía ha impactado negativamente el margen de EBITDA registrado por la compañía (jun-09:36,4%; jun-08:39,0%) debido al desfase de tiempo que aun existe entre el traslado a los usuarios de los costos de compra de energía, encarecidos a finales del año 2008, y que solamente se reflejaron en la tarifa cobrada en el primer semestre de 2009. Hacia el futuro, se estima que el margen se establezca en niveles similares a los actuales.
- Codensa S.A. E.S.P. presenta un grado de endeudamiento moderado. La Compañía ha venido financiando tanto las inversiones de capital y el negocio de financiación no bancaria mediante un aumento del endeudamiento, recursos que han sido provistos por el mercado de valores. En este sentido, la Compañía tiene planeado

efectuar un Programa de Emisión de Bonos Ordinarios por \$600.000 millones. Es de esperarse que la relación Deuda Financiera Total frente a EBITDA que, a junio de 2009, fue de 1,5 veces (1,43 veces jun-08), no supere las dos veces en el mediano plazo, métrica de protección a la deuda robusta para su categoría de calificación.

Factores de Calificación

- Estabilidad y predecibilidad de los ingresos
- Capacidad de generación de caja
- Condición de monopolio natural en su área de influencia
- Respaldo del Grupo Endesa y el traslado de su Know How
- Incertidumbre regulatoria
- Crecimiento de Codensa Hogar, negocio de financiación no bancaria

Características Programa de Emisión

Codensa S.A. E.S.P., en adelante Codensa, tiene planeado realizar un Programa de Emisión de Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios con un cupo inicial de hasta seiscientos mil millones de pesos (\$600.000.000.000) con el fin de financiar inversiones de capital, adecuación de activos productivos y sustitución de obligaciones financieras. Las características de la Emisión son las siguientes:

Tipo de Títulos	Bonos Ordinarios
Monto del Programa	Hasta \$600.000 Millones
Valor Nominal	Serie A, B, E y F: \$10.000.000 Serie C: 100.000 UVR Serie D: US\$5.000
Plazo de Redención	Entre 1 y 25 años a partir de la fecha de emisión
Serie A	Bonos denominados en Pesos y con tasa variable DTF
Serie B	Bonos en Pesos y con tasa variable IPC
Serie C	Bonos denominados en UVR y con tasa fija.
Serie D	Bonos denominados en Dólares y con tasa fija
Serie E	Bonos denominados en Pesos y con tasa fija.
Serie F	Bonos denominados en Pesos y con tasa variable IBR.

Fuente: Codensa S.A E.S.P.

Desarrollos Recientes

Recientemente, el Gobierno Nacional reinició el proceso para vincular capital privado a las empresas de propiedad estatal dedicadas a la distribución y transmisión de energía (Electrificadoras del Santander, Norte de Santander, Cundinamarca, Boyacá, Meta).

Es importante anotar que Codensa participó en dicho proceso, junto con la Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P.-EEB-, para adquirir la Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. E.S.P. EEC, mediante la creación de la sociedad Distribuidora Eléctrica de Cundinamarca- DECSA S.A. E.S.P, cuya participación accionaria es 49% Codensa y 51% EEB. Así las cosas, en el mes de febrero de 2009, las acciones de la Nación (82.34% del total de las acciones de EEC) fueron adjudicadas a DECSA por un valor total de \$198.608 millones.

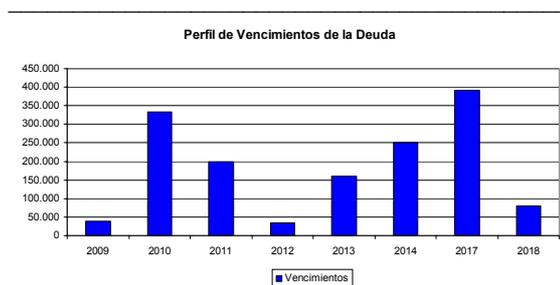
En razón al porcentaje de participación de Codensa sobre DECSA, la compañía no consolida a EEC en sus estados financieros, sino que la registra como una inversión. Asimismo, a la fecha, el Gobierno Nacional solamente ha vendido su participación sobre la Electrificadora de Santander y Electrificadora del Norte de Santander y la Empresa de Energía de Cundinamarca.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Codensa cuenta con una fuerte generación de caja gracias al carácter líquido del recaudo de los negocios en que participa y a un eficiente manejo de su portafolio de inversiones,

cuyas operaciones se rigen por la premisa de mantener la mayor seguridad del mismo. Es así que, actualmente, la totalidad de los excedentes de liquidez son invertidos en moneda local y cerca del 80% del portafolio de inversiones esta compuesto por cuentas de ahorro.

La compañía cuenta con fuentes alternas de liquidez representadas por los cupos disponibles con entidades financieras nacionales y extranjeras de nivel de los \$800.000 millones y tiene también la posibilidad de realizar créditos ínter compañía con Emgesa S.A. E.S.P. Adicional a esto, en junio de 2009 la compañía revisó nuevamente sus políticas de liquidez e incorporó en ellas la obligación del cumplimiento de diferentes indicadores de cobertura del servicio de la deuda, iniciativa considerada prudente por Fitch Ratings Colombia S.A. SCV



Fuente: Codensa S.A. E.S.P.*cifras millones de pesos

Cabe a anotar que, actualmente, Codensa tiene vigentes tres emisiones de bonos ordinarios por montos de \$500.000 millones y de \$650.000 millones, colocados en el año 2004 y en el 2007, respectivamente, además de una tercera emisión de bonos ordinarios por \$350.000 millones colocada al cierre de 2008 y en marzo de 2009. En mayo de 2009, fue colocado el primer lote de la emisión de papeles comerciales por \$40.000 millones de forma que, al primer semestre de 2009, el endeudamiento financiero de Codensa asciende a \$1,5 billones.

Perfil

Codensa S.A. E.S.P fue constituida hace más de 10 años para agrupar los negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica, como resultado del proceso de capitalización del que fue objeto la Empresa de Energía de Bogotá S.A E.S.P. (EEB) en los años noventa. Asimismo, en este proceso, se definió que los negocios de transmisión y generación estarían en cabeza de la EEB y de Emgesa, respectivamente.

A pesar que la EEB cuenta con la mayoría accionaria, sus acciones están compuestas tanto por acciones ordinarias (36,36%) como por acciones preferenciales (15,15%), estas ultimas sin derecho a voto. De esta forma, el Endesa Latinoamérica es quien controla la operación de la compañía.

En el 2007 Endesa Internacional S.A. recibió, de forma conjunta, una oferta pública de adquisición de acciones por parte de Acciona S.A. y Enel Energy Europe. El proceso finalizó con la adquisición por parte de éstos del 92,06% de participación sobre Endesa. Sin embargo, a comienzos del 2009, Enel firmó un acuerdo con Acciona para adquirir su participación en Endesa (25,01%) por un valor de \$11.100 millones de euros para convertirse en el accionista mayoritario de la empresa. Lo anterior lleva a que Enel pase de poseer una participación accionaria del 67% al cierre de 2008 a 92%, una vez perfeccionado el acuerdo, convirtiéndose en el controlador indirecto de Codensa.

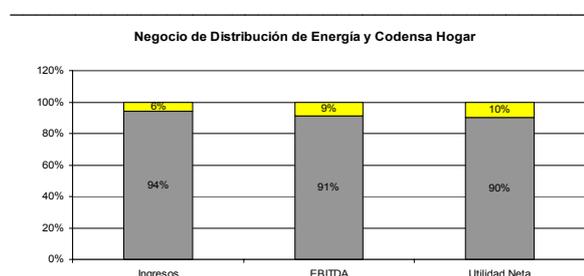
Estrategia

Accionistas	Participación
Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP	51,51%
Endesa Latinoamérica S.A.	26,66%
Enersis S.A.	12,46%
Chilectra S.A.	9,34%
Otros	0,02%

El direccionamiento estratégico de Codensa se encuentra enmarcado dentro de la estrategia corporativa desarrollada por Endesa a nivel internacional. Conforme a lo anterior, Codensa sustenta la estrategia de crecimiento y de inversión en cuatro pilares fundamentales, los cuales son: atender el incremento de demanda en Bogotá y su área de influencia; garantizar la confiabilidad, continuidad y calidad del suministro; atender los requerimientos legales y realizar acciones orientadas a la innovación y desarrollo.

En la medida en que Codensa Hogar, negocio de financiación no bancaria, se convirtió en el segundo negocio de la compañía, la administración ha tomado recientemente medidas para ajustar la estrategia de Codensa Hogar para adecuarla a las condiciones actuales de mercado.

Operaciones



Fuente: Codensa S.A. E.S.P.

Negocio de Distribución

Actualmente, Codensa cuenta con 22.043 Km. de redes aéreas de baja tensión, cerca de 18.227 Km. de redes de media tensión y 1.152 Km. de alta tensión, así como también, 119 subestaciones, 200 transformadores de potencia y 62.615 transformadores de distribución.

La empresa continúa realizando importantes obras de inversión y mantenimiento sobre su infraestructura eléctrica con el fin de optimizar la prestación del servicio. Durante el 2008, Codensa adelantó inversiones en distribución de energía por \$214.860 millones, de los cuales \$54 mil millones se destinaron para la atención de 45.000 nuevos clientes y \$20 mil millones para la expansión de redes de media tensión. En los corridos del 2009, se han adelantado inversiones por \$36.191 millones en lo relacionado con los componentes de Demanda (36,3%) y Calidad (21,9%), los cuales están orientados a dar cubrimiento al crecimiento vegetativo de la ciudad y a satisfacer la nueva demanda mediante la expansión de red, nuevas conexiones e incrementar la capacidad de las subestaciones. A pesar de que el presupuesto total de inversiones del 2008 se ha visto sub ejecutado debido a la coyuntura económica nacional, la compañía continuará enfocando esfuerzos en incrementar la calidad del servicio y, por ende, la satisfacción del cliente.

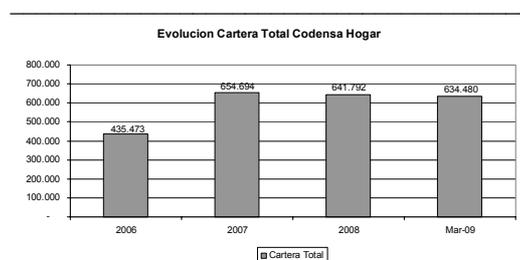
Codensa Hogar

El negocio de Codensa Hogar depende directamente del área de comercialización de Codensa y se desarrolla mediante la formulación de un esquema de financiación a clientes de baja renta con riesgo controlado. Actualmente, la compañía registra 611.285 tarjetas activas para el servicio de financiación y continua ofreciendo productos de Domiciliación (suscripción a diferentes diarios y revistas de circulación nacional) y Seguros. Asimismo, la compañía espera incluir productos adicionales durante el 2009 para complementar el portafolio de Codensa Hogar.

Codensa ha estado atenta en mitigar los riesgos inherentes en este tipo de negocio y de tomar acciones preventivas de acuerdo al panorama económico actual. Es así que la

administración decidió ajustar la estrategia de Codensa Hogar para adecuarla a las condiciones de mercado. En este sentido, se identificaron cinco ejes de acción, a saber: redefinición del proceso de aprobación de créditos para disminuir el porcentaje de aprobación de los mismos, plan de recuperación de cartera; aplicación metodología de provisiones incrementando el nivel de cobertura, reducción de cupos disponibles y políticas de refinanciación

De acuerdo con lo anterior, en el último año y medio, el crecimiento de la cartera total del negocio ha sido controlado. Incluso, entre el 2007 y 2008 la cartera presentó una disminución de 2%, tendencia que continua al primer trimestre del 2009. Asimismo, el porcentaje de aprobación de créditos pasó de ser del 70% a 55% en promedio a partir de la implementación de las medidas (octubre-2008). Adicional a esto, se esta aplicando un porcentaje de provisión de cartera de 9,51% al 1Q-2009, se redujo en \$97.265 millones los cupos disponibles a los clientes actuales más riesgosos y las políticas de refinanciación se hicieron más estrictas.



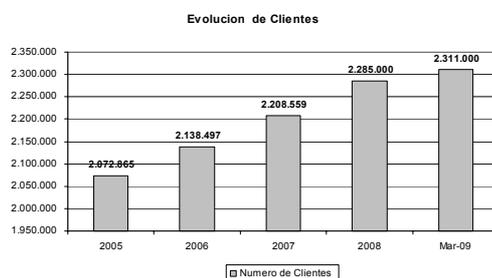
Fuente: Codensa S.A. E.S.P.* millones de pesos

Por otro lado, en el momento en el que entró en operación la nueva plataforma comercial Épica, (3Q-2008), se presentaron inconvenientes que dificultaron contar con la información requerida para realizar la adecuada gestión de cobranza de la cartera hasta finales de 2008. Lo anterior implicó que los indicadores de calidad de cartera de Codensa Hogar presentasen un deterioro en los últimos meses del 2008. Sin embargo, es de esperarse que dicha situación se normalice dado que la administración esta aplicando un plan de choque para incrementar los niveles de recuperación de cartera en el corto plazo.

Posición Competitiva

Luego de que se presentara un crecimiento económico sostenido entre el año 2002 a 2007, la demanda nacional de energía presentó un tasa de crecimiento de 1,93% entre el 2007 y 2008, la más baja en los últimos años, principalmente como resultado de la desaceleración de la economía nacional. La demanda residencial sigue creciendo y ha compensado la caída en el consumo de la industria. Se evidencia que el comportamiento reciente de la demanda se está alejando del presentado por el PIB, en contraste con lo que históricamente mostró ser una correlación muy alta y sostenida.

Actualmente, Codensa es la mayor distribuidora de energía eléctrica del país con un área de servicio de 14.087 km² para atender a la ciudad de Bogotá, 97 municipios en Cundinamarca, 8 en Boyacá y uno en Tolima. Actualmente, tiene una participación en el mercado regulado nacional del 22,5%.



Fuente: Codensa S.A. E.S.P

La compañía cuenta con una amplia base de usuarios concentrada principalmente en el área metropolitana de Bogotá y la Sabana, la cual continua presentando un crecimiento sostenido al primer trimestre del 2009 (1.1%). A este periodo, Codensa registró 2.311.000 clientes a marzo de 2009 representada principalmente por el sector residencial (88,3%).

Perfil Financiero

Codensa presenta una sólida posición financiera y se prevé que ésta se mantenga estable. La positiva evolución del negocio de distribución de energía, que cuenta con una amplia base de usuarios y cuyo crecimiento ha sido sostenido, aunado al favorable desempeño presentado por Codensa Hogar, ha permitido contrarrestar el efecto de la desaceleración de la demanda de energía. Es así que Codensa cuenta con una sólida capacidad de generación de recursos operativos que le permite financiar parte de las inversiones de CAPEX sobre su infraestructura eléctrica y atender oportunamente sus obligaciones financieras.

Codensa continúa presentando un comportamiento financiero favorable soportado en una sólida base de generación de ingresos. En el segundo semestre del 2009, los ingresos operacionales para los últimos doce meses ascendieron a \$2.7 billones, los cuales son 15,5% superior frente a los registrados en el mismo periodo del año anterior.

Cabe resaltar que, si bien los ingresos hayan mantenido una dinámica de crecimiento positiva y la compañía mantenga una estrategia conservadora de compra de energía, a lo largo del 2009 la proporción del costo de compra de energía frente a los ingresos por venta de energía aumentó en un punto porcentual como resultado de la tendencia al alza de los precios de energía que se ha presentado durante el primer semestre del año. Lo anterior resultó en que el margen de EBITDA registrado a junio 2009, para los últimos doce meses, fuera de 36,4%, nivel inferior al registrado en el mismo periodo del año anterior (jun-08 39,0%).

Los gastos por intereses no presentaron variaciones significativas y al cierre del primer semestre de 2009 fueron de \$60.714 millones. Es de esperarse que dicho rubro se incremente en el corto plazo en la medida en que la empresa aumente el nivel de endeudamiento. A pesar de este incremento, se estima que los indicadores de protección a la deuda medidos como EBITDA sobre Intereses deberán situarse en niveles acordes con la calificación asignada.

Codensa ha mantenido un nivel de endeudamiento moderado. Al primer semestre de 2009, el endeudamiento financiero de Codensa asciende a \$1,5 billones. De acuerdo al cronograma de vencimientos de la deuda y los niveles actuales de liquidez con que cuenta la compañía, ésta cuenta con recursos suficientes para atender las amortizaciones a la deuda previstas para el presente año y el 2010.

Ante este panorama, entre junio de 2008 y 2009, la relación de apalancamiento respecto al EBITDA pasó de ser 1,43 veces a 1,5 veces. De igual forma, al primer semestre de 2009, se requieren 1,7 años de flujo generado por operaciones para pagar la totalidad de la deuda de Codensa y se obtiene un indicador de Deuda frente a Capitalización de 34,6%, aunque superiores a los niveles históricos, aún son compatibles con la calificación asignada. Es de esperarse que las medidas de protección a la deuda se modifiquen sin exceder las dos veces en el mediano plazo, toda vez que la compañía tiene planeado realizar nuevas emisiones de bonos ordinarios bajo el programa hasta por \$600.000 millones con el fin de destinarlos a los propósitos generales de la compañía, tales como pero sin limitarse a inversiones de capital, adecuación de activos productivos y sustitución de obligaciones financieras

Resumen Financiero - Codensa S.A. E.S.P
Cifras en Millones de Pesos Corrientes

	jun-09	dic-08	dic-07	dic-06	dic-05	dic-04	dic-03
Rentabilidad							
EBITDA Operativo LTM	983.754	947.682	828.962	785.045	635.302	610.989	410.757
EBITDAR Operativo LTM	983.754	947.682	828.962	785.045	635.302	610.989	410.757
Margen de EBITDA (%) LTM	36,4%	37,3%	38,1%	39,4%	35,7%	35,5%	29,1%
Margen de EBITDAR (%) LTM	36,4%	37,3%	38,1%	39,4%	35,7%	35,5%	29,1%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	20,1%	17,9%	13,2%	18,5%	15,7%	12,6%	10,6%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	8,7%	4,5%	-18,6%	9,2%	6,5%	26,0%	-5,2%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	16,2%	14,2%	12,2%	11,5%	7,4%	6,0%	-
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	6,7	6,4	6,1	12,5	10,2	10,0	19,0
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	7,6	7,2	8,5	13,7	10,6	10,5	17,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	7,6	7,2	8,5	13,7	10,6	10,5	17,7
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	2,4	2,3	2,2	3,0	6,1	5,9	0,9
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda LTM	2,4	2,3	2,2	3,0	6,1	5,9	0,9
FGO / Cargos Fijos LTM	6,7	6,4	6,1	12,5	10,2	10,0	19,0
FCL / Servicio de Deuda LTM	0,9	0,0	(0,8)	0,9	1,7	4,9	(0,1)
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	1,8	0,9	(0,0)	1,2	2,9	13,9	0,7
FCO / Inversiones de Capital LTM	3,5	2,1	0,9	3,6	4,1	8,7	1,7
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	1,69	1,94	2,41	0,98	0,88	0,94	0,96
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM	1,52	1,73	1,72	0,90	0,86	0,89	1,03
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Opera	1,16	1,35	1,37	0,79	0,66	(0,64)	0,14
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo LTM	1,52	1,73	1,72	0,90	0,86	0,89	1,03
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo LTM	1,16	1,35	1,37	0,79	0,66	(0,64)	0,14
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	9,4%	8,6%	9,1%	9,2%	11,0%	12,0%	-
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,182	0,168	19,7%	29,0%	8,1%	8,4%	99,7%
Balance							
Total Activos	5.605.848	5.706.326	5.380.797	5.037.044	4.669.948	5.296.707	4.811.419
Caja e Inversiones Corrientes	349.663	359.532	292.382	85.409	124.807	935.207	363.602
Deuda Corto Plazo	271.983	275.278	281.666	204.437	43.812	45.808	421.052
Deuda Largo Plazo	1.222.786	1.367.376	1.146.962	500.215	500.412	500.829	1.439
Deuda Total	1.494.769	1.642.654	1.428.628	704.652	544.224	546.637	422.492
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.494.769	1.642.654	1.428.628	704.652	544.224	546.637	422.492
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.494.769	1.642.654	1.428.628	704.652	544.224	546.637	422.492
Total Patrimonio	2.897.643	3.080.609	3.038.756	3.182.655	3.366.520	4.056.233	3.755.947
Total Capital Ajustado	4.392.412	4.723.263	4.467.384	3.887.306	3.910.743	4.602.870	4.178.438
Flujo de Caja (LTM)							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	753.482	714.716	494.472	662.569	555.327	522.149	417.779
Variación del Capital de Trabajo	179.494	(198.735)	(331.121)	(69.275)	(122.800)	134.079	(291.047)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	932.976	515.981	163.350	593.294	432.527	656.227	126.732
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(264.238)	(251.221)	(191.719)	(162.791)	(106.468)	(75.586)	(75.524)
Dividendos	(434.791)	(378.568)	(376.117)	(247.260)	(209.392)	(133.185)	(124.133)
Flujo de Caja Libre (FCL)	233.947	(113.807)	(404.485)	183.243	116.666	447.456	(72.926)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-	-	88.236
Otras Inversiones, Neto	(104.305)	(14)	-	-	-	-	-
Variación Neta de Deuda	192.585	214.026	723.976	160.429	(2.413)	124.145	205.489
Variación Neta del Capital	-	-	-	(383.070)	(924.653)	6	72
Otros (Inversión y Financiación)	(33.055)	(33.055)	(112.519)	-	-	-	-
Variación de Caja	289.172	67.149	206.972	(39.398)	(810.400)	571.606	220.870
Estado de Resultados (LTM)							
Ventas Netas	2.703.792	2.537.338	2.173.028	1.991.216	1.781.330	1.720.403	1.412.943
Variación de Ventas (%)	15,5%	16,8%	9,1%	11,8%	3,5%	21,8%	-
EBIT Operativo	753.414	724.238	607.672	564.986	422.158	391.487	211.786
Intereses Financieros Brutos	131.431	132.182	97.243	57.481	60.103	58.106	23.221
Alquileres	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	466.621	434.789	378.566	376.117	274.733	232.658	147.983
Vencimientos de Deuda de Largo Plazo (A marzo, 31 de 2009)		2.010	2.011	2.012	2.013	Mas de 2013	
Total vencimientos deuda LP (en millones de pesos)		106.478	200.000	33.720	161.000	721.500	

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos – Dividendos Preferentes. CFO = Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. LTM = Últimos doce meses (Last Twelve Months)

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información.

Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es) *: Gustavo Aristizábal, Glauca Calp, Carlos Ramirez, Milena Carrizosa, Natalia O'Byrne

*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co

Copyright © 2007 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.