

Energía  
Colombia  
Análisis Crediticio

## Emgesa S.A. E.S.P (Emgesa)

### Calificaciones

Instrumento	Calificación Actual
IDR	AAA(col)
Tercera Emisión Bonos Ordinarios COP\$250.000 MM	AAA(col)
Bonos Ordinarios Betania COP\$400.000 MM	AAA(col)
Programa Emisión por \$1,9 billones	AAA(col)
Papeles Comerciales por COP\$600.000 MM	F1+(col)

### Perspectiva

Estable

### Resumen Financiero

EMGESA S.A. E.S.P		
En Col\$ MM	LTM Mar. 10	LTM Mar. 09
Ventas	1.917.302	\$1.630.536
EBITDA	1.011.398	\$1.008.791
Margen EBITDA	52,8%	61,9%
Caja y Valores Líquidos	746.443	\$776.614
Deuda Total	1.817.347	\$1.935.501
Deuda Total /EBITDA (x)	1,80x	1,92x
EBITDA/Intereses Pagados (x)	6,3x	5,0x

LTM: últimos doce meses, siglas en ingles.

### Analistas

Maria Pia Medrano  
+ 57 1 326 9999 Ext. 1130  
[mariapia.medrano@fitchratings.com](mailto:mariapia.medrano@fitchratings.com)

Glaucia Calp  
+57 1 326 9999 Ext. 1110  
[glaucia.calp@fitchratings.com](mailto:glaucia.calp@fitchratings.com)

### Informes relacionados

- "Metodología de Calificaciones Corporativas". Junio 13, 2006.
- "LA Power Sector 2009 Statistics". Mayo 3, 2010.

### Resumen de la Calificación

El Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del 20 de mayo de 2010, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de las calificaciones emisor (IDR) de Emgesa S.A. E.S.P., Tercera Emisión de Bonos efectuada por Emgesa S.A. E.S.P. por un monto doscientos cincuenta mil millones de pesos (\$250.000.000.000) y el Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios por un billón novecientos mil millones (\$1.900.000.000.000), afirmó en "AAA" (Triple A) con perspectiva estable las calificaciones anteriormente asignadas, según consta en el Acta No. 1650 de la misma fecha.

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.

### Fundamentos de la Calificación

- Las calificaciones asignadas a Emgesa reflejan la sólida posición competitiva que ésta posee en el mercado colombiano y la relativa diversificación de su portafolio de activos de generación, su adecuado perfil financiero, la acertada estrategia comercial y de negocios y el grado de compromiso del Grupo Endesa con sus inversiones en Colombia, a través de la transferencia continua de "know how", experiencia y buenas prácticas.
- La sólida posición competitiva de Emgesa en el país está soportada por su significativa participación en el mercado y por su más balanceado portafolio de activos. Actualmente, Emgesa es la empresa de generación de energía más grande del país con una participación del 21,4% en la capacidad instalada nacional. La calidad de sus activos, la complementariedad de las cuencas hidrológicas y la diversificación en su mix de generación (86% hidro-14% térmico) hacen que la compañía esté menos expuesta ante las variaciones en la hidrología del sistema.
- La acertada estrategia comercial de Emgesa se ha visto reflejada en la estabilidad financiera del negocio. Aunque el negocio de generación de energía es una actividad más vulnerable a los cambios en la hidrología y en los precios de tanto de la energía como de los combustibles, la administración de Emgesa ha demostrado una gestión firme y conservadora del margen operacional, que ha redundado en flujos de caja razonablemente estables en el tiempo.
- El perfil financiero de Emgesa es considerado apropiado para su categoría de calificación. La empresa presenta unos márgenes de EBITDA sanos y que se comparan favorablemente con su grupo de pares. Su posición de liquidez es robusta y le ha permitido pagar, en abril del 2010, dividendos por el 90% de las utilidades de 2009 y girar a sus accionistas \$444,8 mil millones de pesos correspondientes a una nueva reducción de capital sin necesidad de acudir a nuevo endeudamiento. A marzo de 2010, la relación Deuda Total sobre el EBITDA de los últimos doce meses era de 1,8 veces y la de EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos, de 6,3 veces.

- Actualmente, Emgesa posee un importante plan de expansión, que incluye la ejecución de la Hidroeléctrica El Quimbo en un periodo de construcción de cinco años y una inversión cercana a los US\$837 millones, con la cual la compañía aumentará su capacidad instalada en 396 MW. Este proyecto fortalecerá la posición competitiva de Emgesa; se estima que el 80% de su financiación se hará con recursos contratados vía endeudamiento, lo que llevará a un debilitamiento de las medidas de protección a la deuda (Deuda Financiera / EBITDA) a niveles que no deberán superar las 2,5 veces en los próximos años, métrica compatible con su rango de calificación.
- El marco regulatorio Colombiano es considerado adecuado y orientado hacia el mercado. La reciente actividad regulatoria, originada por la declaratoria de racionamiento programado de gas natural, no ha desvirtuado la concepción general del mismo. Por otro lado, la entrada en funcionamiento del Mercado Organizado Regulado (MOR), esperada en el corto plazo, y una mayor coordinación entre los mercados de electricidad y gas están pendientes de mostrar sus resultados.

### **Factores Clave de la Calificación**

- Generadora de bajo costo, con una sólida posición competitiva y activos razonablemente diversificados
- Perfil financiero adecuado para su categoría de calificación, caracterizado por un apalancamiento moderado
- Riesgo regulatorio

### **Desarrollos Recientes**

El segundo semestre del año pasado y el inicio de 2010 fueron marcados por un fenómeno del niño de intensidad moderada que llevó a incrementos significativos del precio del kWh de energía. Este llegó a tocar los 200 pesos, evidenciando la dependencia de recursos hídricos del parque generador colombiano. La declaratoria de racionamiento programado de gas natural en virtud del incremento de la demanda de gas por las térmicas, llamadas a generar en condiciones de baja hidrología, dio origen a una intensa actividad regulatoria. La expedición por la GREG de normas tanto de carácter temporal como permanente buscaba garantizar la atención a la demanda eléctrica a través de una mayor participación de la generación térmica en el país.

Acertada en vista de las circunstancias, la expedición de estas normas no ha desvirtuado la solidez general del marco regulatorio que rige el sector eléctrico colombiano, considerado por Fitch como un elemento positivo para la calificación de Emgesa. La gradual recuperación de los aportes hídricos a los embalses, ya iniciada, deberá llevar a que se retiren las medidas temporales adoptadas durante la crisis y, a mediano y largo plazo, estas deberán ser integradas al marco vigente e instituidas por parte del regulador como protocolos de actuación en situaciones similares.

El aumento del precio de la energía trajo como consecuencia un deterioro en la cartera del sector, ya que algunos comercializadores puros que tenían energía vendida sin estar adecuadamente cubiertos por contratos de largo plazo, al tener que comprar energía a altos precios, entraron en dificultades y cesaron sus pagos a los generadores. Emgesa ha sido marginalmente afectada por esta situación ya que en los meses de enero y febrero, de precios de bolsa muy altos, la empresa no vendió energía en el mercado spot.

Durante el 2009, la demanda alcanzó 54.679 GWh, con una variación positiva de 1,5% con respecto al 2008 y mayor en 1% con respecto al escenario medio de la UPME. Este comportamiento refleja la menor actividad manufacturera, que impactó la demanda eléctrica de los clientes no regulados, y el deterioro del comercio con los principales socios comerciales. Luego de la desaceleración experimentada en 2009, la demanda de

energía arrancó el año en franca recuperación. Según XM, a marzo de 2010, creció un 7,24% con relación a mar-09 y en los últimos doce meses aumentó el 2,57%, valor superior al registrado en 2009. A futuro, se espera que la demanda crezca a niveles de 3,5% en el corto y mediano plazo, consecuencia de una mejoría en el panorama económico local.

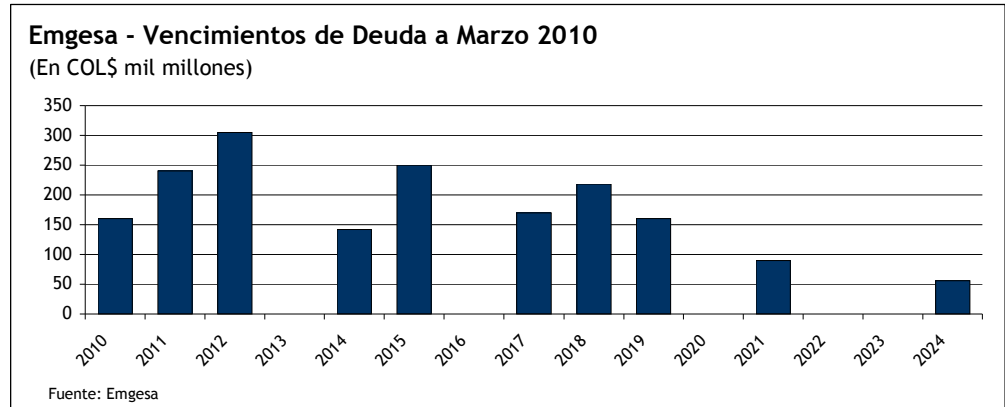
Recientemente, el Proyecto hidroeléctrico El Quimbo, cuya capacidad instalada será de 396MW y aportará a la Emgesa una generación media 2.216 GWh/año, fue presentado formalmente en el concejo de ENDESA, que dio el visto bueno a su realización, sujeto a la aprobación de la estrategia utilizada para su financiación. Asimismo, Emgesa firmó con el Ministerio de Medio Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial (MAVDT) la conciliación de los temas ambientales en discusión con ocasión del recurso de reposición interpuesto por Emgesa respecto a las compensaciones económicas, ambientales y sociales establecidas en la Resolución 1628 del 21 de agosto de 2009 del MAVDT, en la que dejaba en firme el otorgamiento de la licencia ambiental del proyecto.

Esta conciliación es de fundamental importancia para la realización del proyecto puesto que acota los valores asociados a las mencionadas compensaciones y permite estimar con mayor precisión su costo total. El único trámite aun pendiente es la aprobación de la misma por parte del tribunal administrativo de Cundinamarca. El valor de la inversión de El Quimbo será de aproximadamente US\$ 837 millones, los cuales Emgesa espera financiar un 20% con recursos propios y un 80% con deuda. Esta última tendrá una combinación óptima de financiamiento entre fuentes locales e internacionales, priorizando criterios económicos y de largo plazo. La distribución de la inversión se dará de forma razonablemente uniforme entre los años 2011 y 2014 y la entrada en operación del proyecto está prevista para finales de 2014.

En mayo 6, Emgesa efectuó un giro en efectivo a sus accionistas por \$444,8 mil millones de pesos referentes a la reducción de su capital social, que tuvo por objetivo hacer más eficiente la estructura de capital de la compañía. Prevista desde hace aproximadamente 2 años, esta operación no debilitará el perfil crediticio de la compañía al haber sido financiada con excedentes de caja.

### **Liquidez y Estructura de la Deuda**

A marzo de 2010, la deuda total de Emgesa era de \$1.817.347 millones (de los cuales \$1.790.009 millones correspondieron a capital y \$27.338 millones a intereses), con una vida media de 5,1 años y un costo promedio estimado LTM de 9,3%. Está compuesta en un 82% por bonos y el restante, por préstamos bancarios. \$305.009 millones corresponden a una deuda subordinada al pago al servicio de los bonos y del endeudamiento de corto plazo (crédito Club Deal). Con solamente un 10% en el corto plazo, la totalidad de la deuda está denominada en pesos colombianos: un 75% está atado al IPC, casi un 20%, a la DTF y el restante, a tasa fija. El apalancamiento, medido por la relación Deuda/EBITDA, de 1,8 veces se mantiene en niveles bastante manejables y la relación Flujo de Caja libre/servicio de la deuda LTM se conserva estable en 0,9 veces.



La estrategia financiera de Emgesa es conservadora e incluye como restricción que en ningún momento los vencimientos de deuda de un determinado año superen la diferencia entre el 80% del flujo de caja libre estimado para los siguientes 12 meses, el CAPEX y los intereses de la deuda de este año. Para ampliar su flexibilidad financiera, la empresa cuenta con un abanico de instrumentos financieros disponibles tales como un programa de bonos por \$1.900.000 millones, de los cuales solamente un 44% ha sido utilizado, papeles comerciales por emitir por \$600.000 millones y cupos bancarios no comprometidos por aproximadamente \$ 730.000 millones.

La caja disponible de Emgesa era de cerca de \$746 mil millones al cierre de marzo 2010. Consistente con su política histórica, la asamblea de accionistas de Emgesa aprobó la repartición de dividendos equivalentes al 90% de las utilidades del ejercicio de 2009 (\$484.582 millones), que se pagaron en efectivo a inicios de abril. Entre los meses de abril y mayo, Codensa efectuó una compra anticipada de energía a Emgesa por \$280.000 millones. Para el pago de los dividendos, se utilizaron excedentes de caja, recursos provistos por esta operación y el flujo generado por el negocio. A su vez, el giro de la reducción de capital por \$444,8 mil millones fue realizado con excedentes de caja de la Compañía acumulados desde el año 2008.

En los próximos 12 meses, la compañía amortizará deuda por \$160 mil millones de pesos (correspondientes a la primera amortización de los Bonos Betania), menos del 10% de su deuda total, para los cuales la empresa espera hacer un *roll over*. Emgesa deberá finalizar 2010 con una deuda cercana a los \$2 billones de pesos, un 12% superior a la del año anterior -debido al nuevo financiamiento de la central El Quimbo-, para un nivel de apalancamiento muy cercano al actual.

### Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

El flujo de caja de Emgesa, dada su naturaleza de generador, está expuesto a variaciones en la hidrología y en los precios de tanto de la energía como de los combustibles. Como consecuencia del Fenómeno del Niño, la hidrología promedio del SIN fue del 88,7% de la media histórica. En el Embalse de Guavio, la hidrología fue del 80,8% del promedio histórico, en Betania, del 95,7% promedio y la cuenca del Río Bogotá tuvo un 63,6% de la media histórica. Debido a los bajos aportes hidrológicos, Emgesa se vio obligada a reducir la generación hidráulica, principalmente entre los meses de noviembre 2009 y marzo 2010.

Históricamente, la estrategia comercial de la empresa ha sido mantener una combinación óptima entre las ventas de energía de largo y corto plazo que garantice la estabilidad del

**Estructura Accionaria  
EMGESA S.A. ESP**

	<u>Part.(%)</u>
Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP	51,51%
Endesa Latinoamérica S.A.	21,61%
Empresa Nacional de Electricidad S.A.	26,87%
Otros	0,01%

margen operativo. Anticipando variaciones en los precios de energía y para evitar estar fuertemente contratada en momentos de hidrologías críticas, la empresa redujo la participación de las ventas de contratos de largo plazo, a la vez que participó más activamente en el mercado spot, sin con esto abandonar su política de mantener una participación mayoritaria en ventas en contratos. Una mayor venta en el mercado spot, marcado por altos precios en el segundo semestre, impactó favorablemente la generación de EBITDA de la compañía, que llegó a los \$1.108 mil millones al cierre del año, un 20% superior al año anterior.

El perfil financiero de Emgesa se mantiene sólido. La compañía, de acuerdo a su política de minimizar los efectos económicos que podría llegar a sufrir por estar fuertemente contratada en una temporada muy seca, optó por incrementar la compra energía en bolsa para cubrir sus contratos. Lo anterior, sumado al mayor consumo de combustibles en las plantas térmicas, llevó a que se presentara una leve disminución en el margen de EBITDA (57,4% 4Q-09; 61,2% 4Q-08), el cual continúa siendo muy competitivo frente a su grupo de pares. A marzo de 2010, la generación de EBITDA LTM (\$1.014 mil millones) se mantuvo en niveles similares a los del 1Q-09. El margen EBITDA, a su vez, disminuyó a 52,9%, negativamente afectado por una menor generación (17% del total SIN, cuando el promedio de los últimos 3 años fue de 23%) y mayores compras de energía en la bolsa para atender contratos a largo plazo.

Las métricas de protección a la deuda muestran un comportamiento estable. La relación entre la deuda total y el flujo de caja generado por operaciones (FGO) es de 2,4 veces, dentro del rango de 2 a 2,5 veces en el que se ha situado en los últimos dos años. Menores gastos de interés debidos a una disminución en la deuda explican la mejoría en la relación EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos (6,3x 1Q-10; 5,0x 1Q-09). El apalancamiento de Emgesa debe incrementarse en el mediano plazo en la medida que se materialice la financiación de la construcción del proyecto hidroeléctrico El Quimbo, cuya inversión estimada es de aproximadamente US\$ 821 millones. Fitch estima que este aumento no supere las 2,5 veces Deuda/EBITDA, limite consignado en la política financiera de la compañía, y considerado adecuado para la categoría de calificación de Emgesa.

**Perfil**

Emgesa es la primera generadora de energía del país, con una participación del 21,4% sobre la capacidad instalada del sistema que, a diciembre de 2009, fue de 13.543 MW. Cuenta con importantes activos generadores que presentan una complementariedad hidrológica entre sí, ya que se encuentran localizados geográficamente en regiones con condiciones climáticas diferentes, lo que les permite minimizar el riesgo del negocio. Del total de su capacidad instalada, el 82% proviene de plantas de generación hidráulica, 14% de térmicas y el restante de plantas menores.

Emgesa S.A. ESP fue constituida en 1997 para administrar el negocio de generación de energía, luego del proceso de capitalización del que fue objeto la Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP (EEB). En dicho proceso, también se definió que el negocio de transmisión estaría en cabeza de EEB y, por otro lado, que los negocios de distribución y comercialización serían responsabilidad

**Estadísticas Operativas - Emgesa**

Capacidad de Generación (MW)	2.859
% Hidro	85,6
% Carbón	7,8
% Fuel Oil	6,6
Producción 2009 (GWh)	12.660
Ventas Totales 2009 (GWh)	16.807
EBITDA 2009 (COP Mil Millones)	1.108
Cientes Regulados (% ventas GWh)	56
Cientes No Regulados (% ventas GWh)	15
Ventas Bolsa (% ventas GWh)	29

Fuente: Emgesa

de Codensa S.A. ESP.

En el 2007, Emgesa S.A. ESP y la Central Hidroeléctrica de Betania S.A. ESP adelantaron el proceso de fusión de sus sociedades, conforme a lo dispuesto en el acuerdo de integración definido por sus accionistas, Grupo Endesa y la EEB, en diciembre de 2006. Dicho proceso se concluyó y protocolizó el primero de septiembre de 2007, siendo la Central Hidroeléctrica de Betania S.A. E.S.P. la sociedad absorbente y EMGESA S.A. E.S.P. la sociedad absorbida. Asimismo, se aprobó que la razón social de la entidad fusionada fuera Emgesa S.A. ESP.

A pesar de que EEB mantiene una participación mayoritaria en la compañía, el 14,07% de sus acciones son de tipo preferencial sin derecho a voto, lo que determina que sea el Grupo Endesa el controlador de la compañía.

## Características de las Emisiones de Valores

### Estado de la Tercera Emisión

Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados para la financiación de capital de trabajo.

### Estado del Programa de Emisión

El Programa de Emisión y Colocación contaba con un cupo global inicial de hasta setecientos mil millones de pesos (\$700.000.000.000), el cual podría ser ampliado previas autorizaciones correspondientes y podrá ofrecerse en uno o varios tramos. Emgesa efectuó la primera ampliación sobre el monto total por un valor de un billón novecientos mil millones de pesos (\$1.900.000.000.000). Los bonos se redimirán en plazos entre uno (1) y veinticinco (25) años a partir de la fecha de emisión de cada tramo. La amortización será única al vencimiento.

### Tercera Emisión Bonos Ordinarios

Lotes	Primero	Segundo
Monto emitido	\$210.000 MM	\$40.000 MM
Plazo	10 años	10 años
Fecha emisión	Feb-05	Feb-06
Tasa de Interés	IPC + 5,04%	IPC + 2,40%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

### Bonos Betania

Lotes	Primero	Segundo
Monto emitido	\$300.000 MM	\$100.000 MM
Plazo	7 años	5 años
Fecha emisión	Nov-04	Feb-06
Tasa de Interés	IPC + 6,29%	IPC + 1,80%
Amortización	40% al 6to año 60% al vcto.	40% al 4to año 60% al vcto.

### Programa de Emisión de Bonos Ordinarios

Emisiones	4a emisión		5a emisión		6a emisión			
	Primero		Segundo		Tercero			
Valor	\$170.000 MM		\$265.000 MM		\$400.000 MM			
Serie	B		A	B	E	B	B	
Sub-serie	B-10		A-5	B-10	B-15	E-5	B-9	B-12
Monto emitido	\$170.000 MM	\$49.440 MM	\$160.060 MM	\$55.500 MM	\$92.220 MM	\$218.200 MM	\$89.580 MM	
Plazo	10 años	5 años	10 años	15 años	5 años	9 años	12 años	
Fecha emisión	Feb-07	Feb-09	Feb-09	Feb-09	Jul-09	Jul-09	Jul-09	
Tasa de Interés	IPC + 5,15%	DTF + 1,47%	IPC + 5,78%	IPC + 6,09%	TF 9,27%	IPC + 5,90%	IPC + 6,10%	
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	

**Resumen Financiero - Emgesa S.A E.S.P.**

	LTM Mar.10	dic-09	dic-08	dic-07	dic-06	dic-05
<b>Rentabilidad (%)</b>						
EBITDA Operativo LTM	1.011.398	1.106.050	925.152	792.277,4	587.160	578.339
Margen de EBITDA (%) LTM	52,8%	57,3%	61,2%	59,7%	56%	58%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	10%	11%	11%	11%	9%	9%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	9%	10%	8%	8%	22%	9%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	9%	9%	8%	8%	6%	5%
<b>Coberturas (x)</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	4,6	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6
EBITDA Operativo / Intereses Financieros Brutos	6,3	5,7	5,3	5,0	8,2	7,9
EBITDA Operativo / Servicio de Deuda LTM	2,9	2,6	1,4	2,7	2,2	2,1
FGO / Cargos Fijos LTM	4,6	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6
FCL / Servicio de Deuda LTM	0,9	0,9	0,4	4,3	1,2	0,6
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	3,1	2,4	1,1	4,5	1,9	0,7
FCO / Inversiones de Capital LTM	9,9	8,9	8,8	(0,3)	5,5	16,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	2,40	2,27	2,00	2,05	1,47	1,49
Deuda Total / EBITDA Operativo LTM	1,80	1,68	1,77	1,99	1,29	1,25
Deuda Neta Total / EBITDA Operativo LTM	1,06	1,10	1,26	1,88	0,96	1,20
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	8,8%	11,1%	10,9%	13,5%	9,7%	9,7%
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	10,3%	12,4%	31,2%	8,4%	25,6%	27,5%
<b>Balance</b>						
Total Activos	8.225.171	8.183.218	8.048.644	7.656.375	6.025.409	5.684.213
Caja e Inversiones Corrientes	746.443	648.784	472.115	82.751	195.140	30.384
Deuda Corto Plazo	187.338	230.335	509.615	132.563	194.269	198.979
Deuda Largo Plazo	1.630.009	1.630.009	1.125.009	1.442.482	566.045	524.958
Deuda Total	1.817.347	1.860.344	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937
Total Patrimonio	5.541.713	5.942.980	5.769.768	5.645.817	4.902.063	4.702.672
Total Capital Ajustado	7.359.060	7.803.324	7.404.392	7.220.862	5.662.377	5.426.609
<b>Flujo de Caja (LTM)</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	591.373	626.538	643.896	608.989	446.777	412.913
Variación del Capital de Trabajo	46.963	42.454	22.838	(287.131)	(11.931)	(115.595)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	638.336	668.992	666.734	321.858	434.846	297.318
Inversiones de Capital	(64.281)	(74.879)	(75.398)	1.145.633	(79.516)	(18.475)
Dividendos	(408.879)	(408.879)	(476.477)	(388.248)	(119.985)	(188.425)
Flujo de Caja Libre (FCL)	165.176	185.235	114.859	1.079.242	235.346	90.418
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	(3.921.000)	-	-
Otras Inversiones, Neto	(6.888)	(6.888)	-	2.078.784	-	-
Variación Neta de Deuda	(175.988)	10.794	274.505	794.601	(70.590)	(65.135)
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-	(400.000)
Otros (Inversión y Financiación)	(12.468)	(12.468)	(12.468)	-	-	(6.857)
Variación de Caja	(30.167)	176.673	376.896	31.627	164.756	(381.574)
<b>Estado de Resultados (LTM)</b>						
Ventas Netas	1.917.302	1.929.134	1.510.712	1.326.561	1.049.512	995.412
Variación de Ventas (%)	17,6%	27,7%	13,9%	26,4%	5,4%	-1,8%
EBIT Operativo	853.159	951.998	789.918	651.540	463.710	446.629
Intereses Financieros Brutos	165.562	193.159	174.473	158.087	71.998	75.149
Resultado Neto	481.126	538.425	454.310	405.307	283.950	251.194

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 = FFO + 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 + Arrendos. 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) \* Carlos Ramirez, Gláucia Calp, Natalia O'Byrne, Milena Carrizosa y María Paula Moreno

\*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: [www.fitchratings.com.co](http://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 any time 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.