

DCR

Duff & Phelps de Colombia
Sociedad Calificadora de Valores

Servicios Públicos Colombia Análisis Crediticio

CODENSA S.A. E.S.P

Ratings

Instrumento	Actual	Anterior	Fecha Cambio
Bonos \$500.000 millones	AAA	N.A	N.A

Rating Watch..... estable

Analistas

Patricia Gómez Escobar
(571) 347 4573
gomez@dcrcolombia.com.co

Gláucia Calp
(571) 347 4573
calp@dcrcolombia.com.co

Tel (57 1) 347 4573

Perfil

Codensa S.A. E.S.P. es la mayor distribuidora de energía eléctrica del país con un área de servicio de más de 14.000 km² cubiertos por redes que se extienden a lo largo de toda la ciudad de Bogotá y de 96 municipios más localizados en los departamentos de Cundinamarca, Tolima y Boyacá. Así, Codensa atiende a un total de 1.97 millones de clientes. La Empresa supe un 22.9% de la demanda nacional.

Fortalezas y Oportunidades

- Capacidad de generación de caja
- Su infraestructura de distribución.
- Estabilidad y predecibilidad de sus ingresos.
- Eficiencia operacional.
- Apoyo accionario del Grupo Endesa y el traslado de su know how.

Debilidades y Amenazas

- Regulación que impide una mayor participación de Codensa en negocios de distribución y comercialización.

La calificación de AAA se otorga a emisiones con la más alta calidad crediticia donde los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.

Fundamentos

Codensa supe, aproximadamente, un 22.9% de la demanda nacional. Aunque la regulación actual fomenta la entrada libre de nuevas empresas tanto distribuidoras como comercializadoras al mercado de energía, dada la infraestructura en redes y el amplio cubrimiento que Codensa posee sobre su área de influencia, parece poco probable que nuevos competidores puedan ganar una participación de mercado significativa como distribuidores en la misma área de cobertura de Codensa. Sin embargo, las empresas comercializadoras de energía podrán continuar avanzando en cuanto a su participación en el mercado de los clientes no regulados.

La naturaleza del negocio de distribución y comercialización de energía conlleva un relativo menor riesgo que la generación de energía, ya que el costo de la energía eléctrica se traslada al consumidor final. Codensa S.A. E.S.P. efectúa más de un 90% de sus compras de energía por medio de contratos de largo plazo para disminuir su exposición a la volatilidad de los precios de la energía. Asimismo, al derivar la totalidad de sus ingresos de la venta de energía al mercado regulado, sus ingresos están significativamente cubiertos con relación a variaciones en el precio de compra de energía.

El grupo inversionista extranjero representado por Luz de Bogotá, (que posee el 48.48% de Codensa S.A. E.S.P.), está constituido por Endesa (55%), Enersis (25.7%) y Chilectra (19.3%), empresas con una amplia experiencia, solidez financiera y conocimiento del negocio. Endesa y sus filiales y participadas, como lo son Enersis en Chile y Chilectra como filial de esta última, integran el Grupo Endesa que atiende a 21 millones de clientes en todo el mundo, constituyéndose en el primer grupo generador, comercializador y distribuidor de energía eléctrica en España e Ibero América.

La composición accionaria de Codensa S.A. E.S.P. no solo garantiza un apoyo patrimonial importante, también implica la transmisión de un conocimiento que ha sido adquirido a lo largo de muchos años en distintos países del mundo y muy especialmente en América Latina.

Este traslado de conocimientos se ha visto reflejado en una mejoría en la calidad de la gestión por parte de la administración, con resultados positivos en los planes de disminución de pérdidas de energía que logró llevar a la Empresa de niveles del orden del 22.25% en 1997 a niveles del 10.24% a diciembre de 2003. Asimismo, Codensa entró a manejar índices de frecuencia y tiempos de corte del fluido eléctrico más estrictos y cada vez más cercanos a los internacionalmente aceptados.

Duff & Phelps de Colombia Sociedad Calificadora de Valores

El carácter líquido del recaudo de los negocios tanto de distribución y comercialización de energía eléctrica como de los servicios secundarios de Codensa, unido a un eficiente manejo de su portafolio de inversiones, hacen de Codensa una empresa con gran capacidad para generar un alto volumen de recursos líquidos. Esta capacidad se encuentra asimismo influenciada por su participación de mercado en las actividades de distribución y comercialización cercana a los límites establecidos por la CREG y que frenan su expansión a futuro en estos ramos.

Es importante asimismo anotar que al estar los cargos por distribución y comercialización regulados y establecidos por la CREG por períodos de cuatro años, se añade un componente adicional de seguridad y predecibilidad sobre el comportamiento a futuro de los principales ingresos de Codensa que, unido tanto a unos ingresos crecientes derivados de negocios operacionales alternos de alta rentabilidad como a una alta eficiencia operacional, han influido positivamente para que Codensa haya logrado, sin el más mínimo traumatismo, tanto su última reducción de capital a través de la venta de inversiones líquidas como una posterior consecución de deuda financiera.

Duff and Phelps considera que la solidez financiera de Codensa es suficiente para mantener niveles de deuda financiera del orden de los \$500.000 millones. Sus indicadores de cobertura de servicio de deuda se encuentran acordes con la calificación asignada. Esta emisión de bonos, al estar destinada en un 90% a la sustitución total de la deuda actual de corto plazo de Codensa, lleva a que ésta logre un más adecuado perfil de su deuda y mejore, de manera importante, la eficiencia de su estructura de balance.

22 de diciembre de 2003

Perfil

Codensa nació a partir de la capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá (EEB). Esta última, quien había venido prestando los servicios de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica en la ciudad de Bogotá y zonas aledañas, estaba atravesando por una prolongada crisis caracterizada, de un lado, por altos niveles de endeudamiento tanto en moneda local como extranjera que presentaban una concentración de vencimientos en el corto y mediano plazo que restaban maniobrabilidad a su caja y de otro, unos bajos niveles de eficiencia operativa y altas cargas laborales.

Dada la difícil situación financiera de la EEB, en agosto de 1995, el Ministerio de Hacienda, el Ministerio de Minas, el Departamento Nacional de Planeación, la Alcaldía y la propia EEB firmaron un acuerdo con el fin de iniciar el saneamiento financiero de la empresa y promover la vinculación de capital privado.

Asimismo, con el fin de que la vinculación de capital privado se diera satisfactoriamente y al amparo de la ley 142 de 1994, se decidió escindir los negocios de generación, transmisión y distribución.

En septiembre de 1997, mediante oferta pública, se seleccionó la propuesta de inversión realizada por el Grupo Endesa de España¹ como empresa de privada

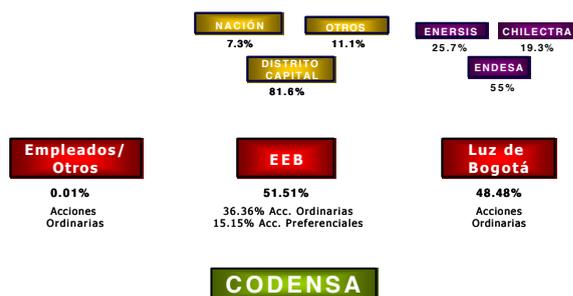
¹ Endesa fue creada en 1944 en España y en la actualidad es una de las empresas de energía eléctrica que mayor presencia y liderazgo presenta en el mundo. Con un total de 42.000 MW y 133.600 GWh

participante en los negocios de generación y distribución y comercialización.

Codensa fue constituida en octubre de 1997 con los aportes que la Empresa de Energía de Bogotá realizó en activos de distribución y con la inversión por un monto de US\$1.084 millones proveniente de Luz de Bogotá, vehículo de inversión del Grupo Endesa.

Codensa pasó a agrupar los negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica dejando a cargo de la EEB y de Emgesa los negocios de transmisión y generación, respectivamente.

Composición accionaria Codensa



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

Codensa es en la actualidad la mayor distribuidora de energía eléctrica del país con un área de servicio cercana a los 14.000 km² que se encuentra cubierta

distribuidos, Endesa es la cuarta compañía a nivel mundial en su ramo, con 21 millones de clientes ubicados en 12 países en Europa, África y América latina.

Duff & Phelps de Colombia Sociedad Calificadora de Valores

por redes extendidas a lo largo de toda la ciudad de Bogotá y de 96 municipios más localizados en los departamentos de Cundinamarca, Tolima y Boyacá. Codensa cuenta con un total de 1.97 millones de clientes y suple el 22.9% de la demanda nacional de energía.

Gobernabilidad Corporativa

La Junta Directiva de Codensa se encuentra conformada por siete miembros principales y siete suplentes que son elegidos por un período de dos años. La Junta cuenta con la presencia de miembros externos.

Dada la evolución del mercado mundial hacia la adopción de prácticas de gobierno corporativo que complementan en buena medida las tendencias hacia una mayor calidad de procesos, Duff and Phelps ve como un aspecto positivo el hecho de que las empresas cuenten con miembros externos en su Junta Directiva que complementen y enriquezcan con su visión ajena las estrategias y políticas internas de la Empresa.

De otro lado, en cuanto a políticas de dividendos, el Acuerdo Marco de Inversión realizado entre el Ministerio de Hacienda, el Ministerio de Minas, el Departamento Nacional de Planeación, la Alcaldía y la EEB establece que una vez se hayan efectuado las reservas legales y siempre y cuando la Empresa no cuente con contratos de crédito que restrinjan la repartición de dividendos, la Asamblea General de Accionistas deberá decretar su repartición total.

En materia laboral, Codensa goza de un adecuado ambiente laboral, caracterizado por unas cordiales relaciones con su sindicato.

Codensa firmó un acuerdo con sus trabajadores pensionados y con el sindicato donde se compromete a que en caso de no mantener una calificación crediticia mínima de AA para su deuda corporativa, la Empresa debe constituir un patrimonio autónomo con su pasivo pensional y entregar la administración de éste a un tercero. De lo contrario, mientras Codensa continúe con una calificación crediticia superior, ésta estará autorizada a mantener este pasivo constituido en su balance y a administrar esos recursos. Este Acuerdo materializa la relación cordial de los trabajadores de Codensa con la Empresa y la confianza que éstos han depositado en su administración y resultados.

Estrategias

Alineada con las políticas y estrategias del Grupo Endesa, la estrategia de crecimiento y de inversión a futuro de Codensa se encuentra centrada en el negocio

de energía, particularmente en los de distribución y comercialización. Sin embargo, la regulación ha fijado unos límites de concentración de mercado del 25% a las empresas participantes en cada uno de estos negocios lo que lleva a que Codensa, al tener unas participaciones del 22.9% y del 17.1%, respectivamente, presente poco margen de maniobra para futuras inversiones en estos rubros.

Esta limitante ha propiciado que Codensa haya empezado a buscar nuevos negocios relacionados que le permitan una utilización más óptima y rentable de sus excedentes de caja y a su vez generen parte del capital de trabajo necesario para la operación de los negocios de distribución y comercialización.

En la actualidad los nuevos negocios son: Codensa Servicios, enfocado hacia generación de soluciones de gestión energética para el sector comercial e industrial; Codensa Hogar, que va desde la asistencia domiciliar por parte de técnicos de Codensa hasta la financiación de electrodomésticos a través de la factura; Gestión de infraestructura, que consiste en el arrendamiento de la infraestructura propia de Codensa, postes y ductos, a empresas que como las de telecomunicaciones, requieren del uso de este tipo de infraestructura para su operación; Nuevos Suministros, que busca potencializar las ventas de bienes y servicios asociados a la conexión de nuevos clientes o a las modificaciones técnicas derivadas de las solicitudes de los clientes.

El portafolio de nuevos productos de Codensa presenta una favorable evolución al evidenciar unos ingresos a septiembre de 2003 cercanos a los \$60.000 millones y que contrastan con los \$31.000 millones generados durante todo el año 2002.

Operaciones

Codensa deriva sus ingresos principalmente por los servicios de distribución y comercialización de energía.

Distribución

En el negocio de distribución, que consiste en el transporte de energía a través de líneas de voltaje inferiores o iguales a 115kv (aptas para el consumo de energía en los hogares y empresas), Codensa tiene una capacidad instalada de más de 6.000 MW, 21.133 km de redes aéreas de baja tensión y cerca de 8.000 km de redes aéreas y subterráneas de media tensión.

Codensa es una de las Empresas distribuidoras con mejores indicadores de gestión en el país. La totalidad de estos indicadores se encuentran muy por debajo de los límites máximos exigidos por la regulación y se

Duff & Phelps de Colombia Sociedad Calificadora de Valores

asemejan de manera importante a los niveles de eficiencia internacionalmente aceptados. Ejemplo de lo anterior es la evolución que han mostrado el índice de pérdidas de energía (al inicio de operaciones de Codensa, en 1997, era de 22.2% y a diciembre de 2003 fue de 10.2%) y los indicadores NIEPI y TIEPI que miden, de manera anual, la frecuencia en las interrupciones del fluido eléctrico (veces) y el tiempo de estas interrupciones (horas).

Indicadores de Gestión

Indicador	2001	2002	2003
% Pérdidas	11.83%	10.34%	10.24%
NIEPI (veces)	23.9	12.9	13.1
TIEPI (horas)	18.6	17.4	17.4

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

Comercialización

La comercialización de energía se divide en venta de energía al mercado regulado y ventas al no regulado. El primero comprende los clientes cuyo consumo de energía es inferior a 0.1 MW y la tarifa se encuentra regulada por la CREG. Las ventas de energía a este segmento son realizadas básicamente por las empresas distribuidoras, mientras que las que se encuentran dirigidas al mercado no regulado (consumos superiores a 0.1 MW) presentan una mayor competencia por parte de empresas comercializadoras. Contrario al mercado de clientes regulados, la tarifa en el mercado no regulado se fija directamente entre las partes al establecer un precio para el kWh.

Codensa, a partir del mes de septiembre de 2001, dejó de comercializar energía en el mercado no regulado al ceder dicho negocio a Emgesa. Codensa recibía por este concepto un promedio de \$5.000 millones mensuales que representan menos del 1% del total de sus ingresos facturados por mes.

Aspectos Regulatorios

La regulación de servicios públicos domiciliarios está enmarcada dentro de la ley 142 de 1994 que básicamente introdujo una ruptura en el modelo al promover la entrada de actores privados al negocio de los servicios públicos con el fin de aumentar la competencia y la competitividad en el sector. Al dejar de ser monopolio en la prestación de servicios públicos, el Gobierno creó comisiones para cada negocio (energía y gas, aguas y telecomunicaciones) que han estado encargadas desde entonces de fijar la regulación, establecer modelos tarifarios e indicadores mínimos de calidad con el objetivo de que las empresas alcancen estándares de calidad internacionales.

La CREG, anualmente, determina nuevas y más ambiciosas exigencias sobre los estándares de calidad y

eficiencia que deben cumplir las empresas distribuidoras al fijar, entre otras, unos mínimos inferiores tanto para las pérdidas de energía como para la frecuencia de interrupción del servicio (NIEPI) y los periodos de tiempo de corte del fluido eléctrico (TIEPI).

Un suceso importante para Codensa fue la redefinición del factor de descuento para las empresas distribuidoras de energía. Este factor (Costo Promedio Ponderado del Capital – WACC) que mide el costo de las fuentes de financiación de mediano y largo plazo de una empresa es fijado por la CREG con base en una estructura de capital eficiente que involucre una participación del rubro de deuda financiera dentro del total de fuentes de financiación de por lo menos 50%. El cálculo de este factor influye en la definición de la CREG de la tarifa que por concepto de distribución pueden cobrar las empresas. Hasta hace unos meses, la CREG mantuvo un factor de descuento del 9% que, bajo la estructura de capital de Codensa, limitaba a la Empresa para obtener una mejor remuneración de su actividad de distribución y alcanzar más adecuados márgenes de rentabilidad.

La resolución 082 de 2002 y la resolución 13 del mismo año, emitidas por la Comisión de Regulación de Energía y Gas – CREG, que plantean una nueva metodología para el cálculo de los cargos por distribución para el período comprendido entre los años 2003 y 2007, inducen un incremento del WACC a un 16.06% que a su vez, lleva a un incremento tarifario del componente de distribución de la tarifa en un 35%. Esto sin embargo no implica, como mal se ha llegado a interpretar, que la tarifa total de energía se aumente en un 35%.

Es de esperarse que este aumento repercuta positivamente en los ingresos de la Empresa y en su rentabilidad y la de sus accionistas.

Perfil Financiero

Cerca de un 85% del total de ingresos operacionales de Codensa se encuentran representados por aquellos provenientes del negocio de distribución. A septiembre de 2003, de un total de ingresos de \$986.910 millones, \$835.653 millones estuvieron generados por ese negocio. Comparados con los obtenidos al mes de septiembre de 2002, los ingresos operacionales de Codensa, al mismo mes de 2003, mostraron un incremento del 16.6%. El hecho de que la mayor parte de los ingresos de la Empresa se deriven de su negocio de distribución, y que la tarifa de cobro al usuario en el mercado regulado se encuentre establecida por la CREG por periodos de cinco años, hace que el comportamiento de los

Duff & Phelps de Colombia Sociedad Calificadora de Valores

ingresos operacionales de Codensa se torne predecible y facilite así el análisis prospectivo de sus resultados.

De otro lado, los costos por compra de energía a generadores que ha venido asumiendo la Empresa se encuentran bastante controlados. No obstante dicha tarifa se determina conforme a los niveles de oferta y demanda, el hecho de que Codensa mantenga cerca de un 90% de la totalidad de sus compras de energía bajo los términos de contratos de largo plazo y dado que el sistema de generación colombiano es, en su mayoría, hidráulico, lleva a que la Empresa pueda tener unos costos más estables al encontrarse cubierta contra la volatilidad del precio de la energía en el mercado spot.

Así, unos ingresos por ventas de energía crecientes conforme a la regulación y unos costos por compra de energía estables llevaron a que Codensa evidenciara, a septiembre de 2003, una utilidad operacional de \$129.734 millones con un margen de 13.15%, superior a lo registrado al mismo mes del año anterior de \$108.121 millones y 12.78%.

Al cierre de septiembre de 2003, Codensa registró una utilidad neta por \$84.186 millones, inferior a la evidenciada a septiembre de 2002 de \$113.113 millones. Este comportamiento se encuentra básicamente explicado en el hecho de que la Empresa, a finales del 2002, realiza una reducción de capital por \$551.000 millones con la liquidación de recursos de caja e inversiones que llevaron a que ésta percibiera menores ingresos por intereses y de manera contable, menores ingresos por diferencia en cambio.

El carácter líquido del recaudo de los negocios tanto de distribución y comercialización de energía eléctrica como de los servicios secundarios de Codensa, unido a un eficiente manejo de su portafolio de inversiones, hacen de Codensa una empresa con capacidad para generar un alto volumen de recursos líquidos. Esta capacidad se encuentra asimismo influenciada por su participación de mercado en las actividades de distribución y comercialización cercana a los límites establecidos por la CREG y que frenan su expansión a futuro en estos ramos. Esta limitante influyó para que Codensa determinara su reducción de capital con recursos líquidos pues esta figura conlleva una utilización más eficiente de éstos.

Desde su creación y hasta el mes de septiembre de 2002, Codensa no contrajo deuda financiera. Al mes de noviembre de 2003, Codensa presenta un endeudamiento financiero en moneda local por aproximadamente \$440.000 millones representado en créditos con vencimientos inferiores a un año que fueron utilizados en compras de energía anticipada.

La reciente consecución de este endeudamiento por parte de la Empresa es producto de una estrategia financiera que pretende buscar una estructura de balance más eficiente con una mayor utilización de recursos provenientes de deuda financiera que diluyan la participación del capital accionario como fuente de financiación. No resulta eficiente, desde la óptica financiera, que Codensa continuara, como lo hizo hasta septiembre de 2002, sin deuda financiera. Su capacidad de generación de caja, la estabilidad de sus ingresos, la eficiencia de su recaudo y el carácter monopólico en su zona de influencia le otorgan una fortaleza suficiente para asumir un nivel de endeudamiento de este orden.

En adición, este endeudamiento, unido al mayor WACC fijado recientemente por la CREG para el negocio de distribución, debe empezar a repercutir positivamente tanto sobre los márgenes de la Empresa como sobre la rentabilidad generada a sus accionistas.

La actual emisión de bonos por \$500.000 millones es coherente con la estrategia de la Empresa al buscar, con el 90% de los recursos colocados, la sustitución de la totalidad de la deuda financiera que en la actualidad presenta la Empresa y que se encuentra con vencimientos inferiores a un año. El 10% restante de la emisión planea ser destinada a capital de trabajo.

Con esta emisión, Codensa mantendría un endeudamiento moderado, dada su solidez financiera y las características de monopolio del negocio y, al ampliar el plazo de su deuda, estaría también optimizando la utilización de sus excedentes de caja.

Es importante anotar que, adicional a la buena posición de liquidez que caracteriza a la Empresa, al estar los cargos por distribución y comercialización regulados y establecidos por la CREG por períodos de cuatro años, se añade un componente adicional de seguridad y predecibilidad sobre el comportamiento a futuro de los principales ingresos de Codensa que, unidos tanto a unos ingresos crecientes derivados de negocios operacionales alternos de alta rentabilidad como a una adecuada eficiencia operacional, influyeron positivamente para que Codensa lograra, sin el más mínimo traumatismo, tanto su última reducción de capital en septiembre de 2002 por \$551.000 millones a través de la venta de inversiones líquidas como una posterior consecución de deuda financiera.

Tanto la adquisición de estos créditos como la reducción de capital no afectan en absoluto la solvencia o la capacidad de la Empresa para cumplir con su operación y con el pago oportuno de sus

Duff & Phelps de Colombia
Sociedad Calificadora de Valores

obligaciones. Más aún, ambos eventos optimizan el manejo de su caja.

Duff and Phelps considera que la solidez financiera de Codensa es suficiente para mantener niveles de deuda financiera del orden de los \$500.000 millones. La Calificadora realizó distintos escenarios de

proyecciones e inclusive bajo los supuestos más rígidos y ácidos, los indicadores de cobertura de servicio de deuda de Codensa evidencian un comportamiento adecuado y acorde con la calificación asignada.

CODENSA

Millones de pesos

	1997	1998	1999	2000	2001	Sep-02	2002	Sep-03
Profitability								
Revenues	145,834	894,260	887,264	1,030,305	1,114,870	846,081	1,151,304	986,910
%Change		513.2%	-0.8%	16.1%	8.2%	n.a	3.3%	n.a
%Foreign								
EBIT	-8,137	19,979	52,245	112,951	135,601	108,121	131,087	129,734
%Change		345.5%	161.5%	116.2%	20.1%	n.a	(3.33%)	n.a
%Revenues	-5.58%	2.23%	5.89%	10.96%	12.16%	12.78%	11.39%	13.15%
D.D.&A	37,427	193,884	157,135	156,989	181,618	151,151	195,842	150,614
EBITDA	29,290	213,863	209,380	269,940	317,219	259,272	326,929	280,348
%Change		630.2%	-2.1%	28.9%	17.5%	n.a	3.06%	n.a
%Revenues	20.08%	23.92%	23.60%	26.20%	28.45%	30.64%	28.40%	28.41%
NET INCOME before extra. items	8,068	167,250	181,202	113,161	109,543	130,951	147,521	74,622
%Revenues	5.5%	18.7%	20.4%	11.0%	9.8%	15.5%	12.8%	7.6%
%Equity (ROE) *	-0.03%	1.93%	4.36%	3.40%	2.57%	4.33%	3.88%	3.06%
%ROA *	-0.03%	1.77%	3.82%	3.02%	2.31%	3.51%	3.15%	2.53%
Cash Flow								
From Operations		111,653	104,087	240,065	270,582	234,836	300,191	228,892
%Total Debt		36.63%				104.35%	138.45%	120.56%
Change in Oper Working Cap		-181,768	7,855	-82,449	68,262	126,331	-27,731	-31,794
Net from Operating Activities		-70,115	111,942	157,616	338,844	361,167	272,460	197,098
Capital Expenditures		-371,608	-336,767	-335,499	-203,880	-120,220	-227,066	-211,537
Acq & Divest., Net		140,217	131,370	4,440	3,404	10,584	24,772	-1,675
Other Investments		-8,169	5,578	-481,449	-45,777	-38,236	-7,494	3,895
Dividends		0	-7,820	-175,014	0	-88,679	-88,679	-124,133
Free cash flow		-309,675	-95,697	-829,906	92,591	124,616	-26,007	-136,352
Net Debt Proceeds		-304,846	0	0	0	-8,225	176	-30,163
Net Equity Proceeds		447,867	-631,436	682,079	83,167	-533,869	46,965	162,089
Other Financing		62,240	8,989	15,904	16,776	3,593	25,703	60,661
Net change in cash/Mkt. Sec.		104,414	718,144	131,923	-123,175	374,972	-22,403	-56,235
Total financing flow		309,675	95,697	829,906	-23,232	-163,529	50,441	136,352
Liquidity								
Cash + Mkt. Securities	1,098,034	993,620	275,476	143,553	268,937	120,329	142,732	198,967
Working Capital	808,646	1,062,684	316,126	258,992	368,127	-108,166	-74,885	40,976
Current ratio (X)	2.77	7.13	2.20	1.92	2.42	0.83	0.88	1.08
Quick Ratio (X)	2.71	6.91	2.05	1.81	2.33	0.78	0.83	1.05
Days Receiv. Outstanding	502.7	114.3	136.1	148.5	31.1	57.9	49.6	32.2
Capitalization and Coverage								
Short-Term Debt	178,495	0	0	0	0	216,827	217,003	186,840
Senior Long-Term Debt	126,351	0	0	0	0	0	0	0
Subordinated LT Debt								
Total Debt	304,846	0	0	0	0	216,827	217,003	186,840
Off Balance Sheet Debt		0	0	0	0	0	0	0
Total Adjusted Debt	304,846	0	0	0	0	216,827	217,003	186,840
Common Equity	2,809,516	2,809,516	1,871,621	1,871,621	1,871,709	1,320,819	1,320,856	1,320,923
% S-T-D						6.1	6.1	7.1
% Total Adjusted Debt	921.6%					609.2%	608.7%	707.0%
EBIT / Gross Interests	(0.8)	1.2				16.3	11.9	9.9
EBITDA / Gross Interests	2.8	13.0				39.0	29.6	21.4
EBITDA - diferencia en cambio / Gross Interests	5.4	19.5				48.2	35.4	22.3
Total Debt / EBITDA *	10.4	-	-	-	-	0.6	0.7	0.5
Total debt / Capitalization	9.79%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.10%	14.11%	12.39%
EBITDA / Gross interests + STD *	2.84	13.03				1.53	1.43	1.83
EBITDA + Cash + Mkt. securities / Gross interests + STD *	109.14	73.59				2.06	2.06	2.80

* Cifras anualizadas a septiembre

Una calificación de Duff and Phelps de Colombia S.A. es una opinión y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión. 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.