

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

## Informe Integral

### Calificaciones Nacionales

Calificación Nacional de Largo Plazo	AAA(col)
Primera Emisión Bonos Ordinarios COP\$ 500.000 millones	AAA(col)
Segunda Emisión Bonos Ordinarios COP\$ 650.000 millones	AAA(col)
Tercera Emisión Bonos Ordinarios COP\$ 350.000 millones	AAA(col)
Programa Emisión de Bonos COP\$ 600.000 millones	AAA(col)

### Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo	Estable
Emisiones de Bonos	Estable
Programa de Bonos	Estable

### Resumen Financiero

#### Codensa S.A E.S.P.

	2012	2011
Total Patrimonio (Bill)	\$ 3,1	\$2,6
Deuda Total (Bill)	\$1,11	\$1,14
Ventas Netas (Bill)	\$3,14	\$2,89
EBITDA (Bill)	\$1,08	\$0,97
Margen EBITDA (%)	34,3%	34,7%
Deuda Total/EBITDA	1,0x	1,2x
EBITDA / Interés (x)	15x	13,0x

### Informes Relacionados

[Informe de Calificación Codensa, 26 de noviembre de 2012.](#)

[Informe de Calificación Codensa, 8 de agosto de 2012.](#)

### Analistas

Mario Irreño  
+ 57 1 326-9999 Ext 1002  
[Mario.Irreno@fitchratings.com](mailto:Mario.Irreno@fitchratings.com)

Julio Ugueto  
+ T. (58 212) 286.32.32  
[Julio.Ugueto@fitchratings.com](mailto:Julio.Ugueto@fitchratings.com)

### Factores Clave de Calificación

**Robusta Posición Competitiva.** Codensa es la mayor compañía de distribución y comercialización de energía en Colombia. A junio de 2013, la compañía atiende a más de dos millones y medio de clientes, supliendo cerca del 24% de la demanda nacional de energía. La operación de Codensa en el mercado regulado, responsable por la mayoría de sus ingresos, tiene características de monopolio natural, hecho que le otorga cierta predictibilidad y estabilidad a su generación de flujos de efectivo

**Sólidas Métricas Crediticias.** Codensa presenta sólidos indicadores crediticios sustentados en una robusta generación de efectivo y niveles controlados de deuda. En el año terminado a junio 2013, el EBITDA de la compañía fue de \$1,1 billón con un margen EBITDA de 34,3%, cifras que se encuentran por encima del promedio de sus pares regionales. A junio de 2013, la deuda financiera de Codensa ascendió a \$1,0 billones, estando compuesta en su totalidad por bonos emitidos en el mercado local con vencimientos entre los años 2013 y 2018.

Históricamente, Codensa ha financiado sus inversiones de capital con una combinación de deuda y flujos propios, y en los últimos tres años, las inversiones han sido financiadas básicamente con el flujo de caja operativo. A junio 2013, el ratio de Deuda Financiera / EBITDA de la compañía fue de 0,9 veces (x) y el de Deuda Financiera Neta / EBITDA, de 0,7x, niveles considerados sólidos para la calificación asignada.

**Fuerte Posición de Liquidez.** Codensa cuenta con alta flexibilidad financiera sustentada en una fuerte posición de liquidez. A junio de 2013, Codensa registró un stock de caja y valores líquidos de \$232.304 millones, un flujo de caja operativo (FCO) de \$824.627 millones y cupos de financiación disponibles por \$2,8 billones, que le permiten cubrir sin inconveniente los \$415.021 millones de vencimientos de deuda corrientes e intereses asociados a la deuda.

**Respaldo del Grupo Endesa.** Endesa S.A., a través de sus filiales Endesa Latinoamérica, y Chilectra, participa con el 48,48% de la propiedad de Codensa y es quien mantiene el control de la empresa con el 57,1% de las acciones con derecho a voto. Fitch considera relevante las operaciones de Codensa dentro del Grupo Endesa, dado que sus resultados representan cerca del 15,27% del EBITDA consolidado de Endesa (Q2 2013). Asimismo, ve como positivo la transferencia de know how que Endesa otorga a la compañía.

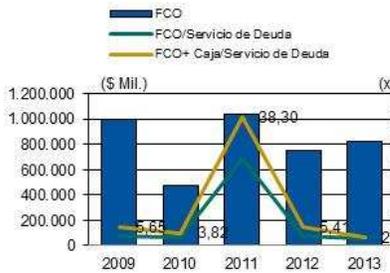
### Sensibilidad de la Calificación

Fitch considera poco probable que la calificación asignada sea reducida en el mediano plazo, debido al fuerte perfil crediticio. Sin embargo, una acción negativa sobre las calificaciones de Codensa podría presentarse con la ocurrencia de uno o varios de los siguientes eventos: un cambio significativo en la estructura de capital de la empresa que la lleve a presentar un ratio de

## Metodologías Relacionadas

'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras'. Agosto 12, 2011.

### Cobertura Servicio de Deuda



Source: Codensa

## Perfil Financiero

### Liquidez y Estructura de Capital

#### Robusta Posición de Liquidez

La posición de liquidez de Codensa es fuerte. La compañía ha mantenido un stock de caja saludable, un flujo de caja libre positivo y un adecuado acceso a los mercados de capitales. Si bien, el 2013 plantea un vencimiento del 16% de su deuda, las diversas fuentes de financiación y credibilidad de la empresa en el mercado mitigan el riesgo de liquidez.

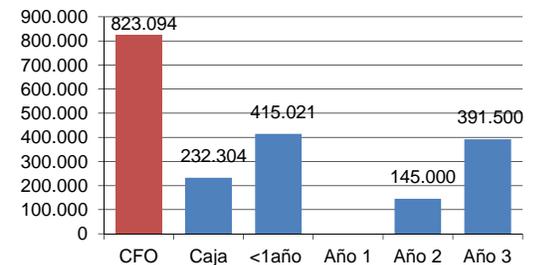
### Amortización de Deuda Total y Liquidez 30/06/2013

(cifras en)

Vencimientos de Deuda	COP Million
2013 (Q2 2013)	\$161.000
2014	\$250.000
2015	0
2016	\$145.000
Después 2016	\$471.500
Flujo de Caja Operativo	\$832.094
Caja	\$232.304

Fuente: Codensa

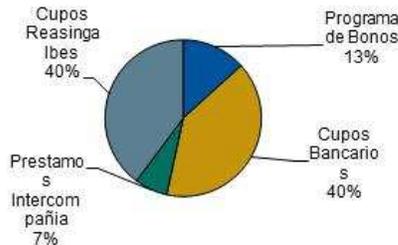
### Vencimientos De Deuda Codensa



Source: Codensa S.A. E.S.P.

### Cupos De Financiación Disponible

Cupo Disponible 2.8 Billones



Fuente: Codensa

### Diversas Fuentes de Liquidez Proporcionan Flexibilidad Financiera

La posición de liquidez de Codensa es holgada. La principal fuente de liquidez es su estable y predecible generación interna de efectivo. A junio de 2013 Codensa presentó un Flujo de caja operativo (FCO) calculado como últimos doce meses (LTM) de \$ 823.094 millones, un stock de caja y valores líquidos por \$232.304 millones y cupos de financiamiento disponibles por \$2,8 billones, diversificados en una amplia gama de instrumentos, que le permiten cubrir sin inconveniente los \$415.021 millones de vencimientos de deuda corrientes e intereses asociados a la deuda.

### Baja Estructura de Deuda en Relación con su Generación de Efectivo

Codensa cuenta con una estructura de balance poco apalancada con deuda, con vencimientos adecuados y alta flexibilidad para refinanciación. A junio 2013, cuenta con una deuda financiera de \$1,03 billones, compuesta 100% por bonos emitidos en el mercado local, cuyos vencimientos se encuentran repartidos entre los años 2013 y 2018. Se espera que el principal vencimiento por \$161.000 millones (16% de la deuda), programado para el segundo semestre de 2013, sea refinanciado a través de cualquiera de los instrumentos disponibles. La alta flexibilidad para refinanciar su pasivos es considerado como una fortaleza para la entidad.

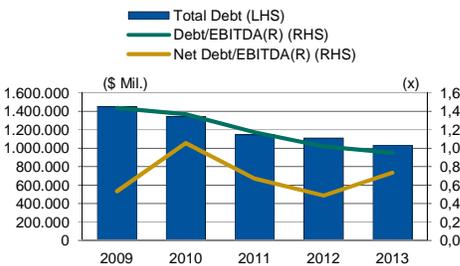
BONO	CUPÓN	TASA DE COLOCACIÓN	VENCIMIENTO	MONTO	VIDA MEDIA	CALIFICACIÓN
Bonos Primera Emisión	Seria A 10 IPC +6,34%	IPC +6,34%	Marzo 11, 2014	250,0	0,70	AAA
Bonos Segunda Emisión	Seria A 10 IPC +5,3%	IPC +5,3%	Marzo 14, 2017	147,0	3,71	AAA
	Seria A 5 10 IPC +5,3%	IPC +5,6%	Marzo 14, 2017	244,5	3,71	AAA
Bonos Tercera Emisión	Seria B8 IPC +5,99%	IPC +5,99%	Diciembre 11, 2013	75,5	0,45	AAA
	Seria B5 DTF +2,58%	DTF TA +2,58%	Diciembre 11, 2013	85,5	0,45	AAA
	Seria B 6 IPC +5,55%	IPC +5,55%	Diciembre 11, 2013	80,0	5,45	AAA
Bonos Cuarta Emisión (Prirr	Seria A IPC +3,92%	IPC +3,92%	Febrero 17, 2016	145,0	2,64	AAA
<b>Total</b>				<b>1.027,5</b>	<b>2,45</b>	

**Solidas Métricas de Protección Crediticia**

A futuro, se espera que la compañía mantenga su política de financiación de inversiones con generación interna de efectivo, manteniendo su deuda bruta en niveles entre \$1 billón y \$1,1 billón en el mediano plazo, alcanzando una relación deuda a EBITDA inferior a las 1,2 veces(x), considerada fuerte respecto a su grupo de pares.

Codensa cuenta con fuertes medidas de protección crediticia soportada en alta cobertura de intereses y robusta coberturas de vencimientos de deuda. Los indicadores de protección muestran una alta tolerancia frente a escenarios de estrés. En términos de medidas de apalancamiento y cobertura de intereses. A junio de 2013 la compañía reporta una métrica deuda / EBITDA de 0,9x y una relación EBITDA a intereses de 15,2x, ratios fuertes comparadas con empresas latinoamericanas calificadas por Fitch en el mismo rango de calificación.

**Deuda Total y Medidas de Apalancamiento**



Source: Codensa

Si bien, Codensa muestra alta tolerancia frente a escenarios de adición de deuda estructural, un viraje significativo en la estructura de capital de la empresa que empuje la relación de apalancamiento por encima de las 3.5x de forma sostenida, podrían considerarse como un escenario potencial de reducción de calificación.

**Cupos de Financiación Disponibles**

Tipo de Financiación	Cupo Total	Monto Utilizado	Cupo Disponible	% Utilización	Vencimiento
Programa de Bonos	\$ 600.000	\$ 225.000	\$ 375.000	38%	abr-16
Cupos Bancarios	\$ 1.246.491	\$ 118.060	\$ 1.128.430	10%	Anual Según la Entidad
Préstamo Intercompañía EV	\$ 192.012	\$ -	\$ 192.012	0%	Indefinido
Cupos Reasignables a Code	\$ 1.870.286	\$ 750.442	\$ 1.119.844	40%	Anual Según la Entidad
<b>Total</b>	<b>3.908.789</b>	<b>1.093.502</b>	<b>2.815.286</b>	<b>28%</b>	

**Flujo de Caja Análisis**

**Generación de Flujos de Caja Sostenibles y Predecibles**

Codensa es una empresa madura. La compañía ha logrado crecimientos moderados y aumentos sostenidos en su generación interna de efectivo, apoyados en el crecimiento vegetativo de su mercado y la exitosa política de contracción de pérdidas de energía. El volumen de flujos generados resulta suficiente para cubrir las necesidades de capital de trabajo, financiar su Capex extensivo y erogar dividendos al tope de su capacidad.

A junio de 2013 LTM y cierre de 2012 Codensa generó un flujo de caja operativo (FCO) de \$824.627 y \$749.049 millones, equivalente a un margen de 26% y 24% respectivamente, superior al registrado por su grupo de pares, debido a la eficiencias capturadas en la reducción de pérdidas de energía (7.14%) y la tasa de crecimiento de su mercado (1.53%). En el corto plazo no se esperan grandes variaciones en la generación de efectivo. Fitch, descontó en sus análisis diferentes impactos relacionados con la actualización tarifaria programada para el próximo año, en donde se contemplan: la reducción en los cargos de comercialización, potencial contracción del WACC para remunerar la inversión y la contracción en la remuneración de pérdidas. Aún con estas medidas, se espera que la compañía logre mantener márgenes de FCO entre 22% y 24%, considerado como fuertes para su grado de calificación.

**Reacción Preventiva frente a Potenciales Contingencias**

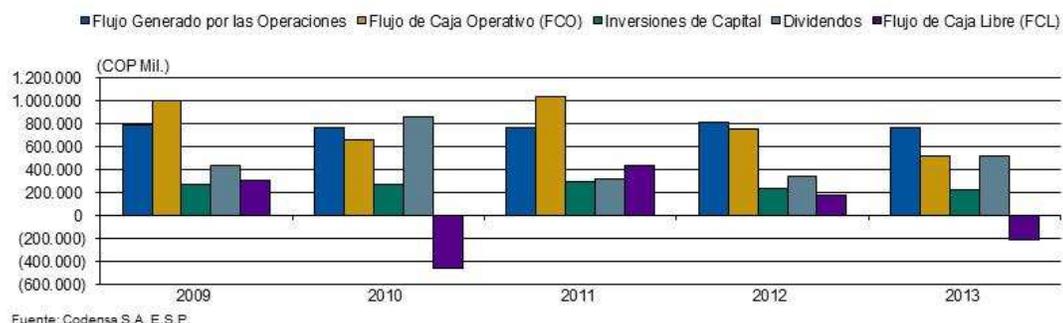
Codensa mantendrá una fuerte política de inversión en activos fijos. Anualmente, Codensa invierte alrededor de \$225.000 millones con el propósito de absorber la nueva demanda, nuevas conexiones y crecimiento vegetativo de su mercado. Si bien en 2012 Codensa cuenta con indicadores de continuidad, cobertura y pérdidas favorables, la compañía se encuentra trabajando en la incorporación de nuevas subestaciones y re potenciación de las existentes para anticipar los picos de demanda de 2014 y 2015.

Con el retraso en la construcción de la subestación Nueva Esperanza y tiempos de expedición de las licencias ambientales, se pondrá en marcha un plan de contingencia que buscará reaccionar de forma preventiva frente a los repuntes de energía, lo que llevará a que las inversiones se eleven hasta niveles de \$256.000 y \$350.000 millones en los 2013 y 2014. Con esta medida se espera que los ratios Capex/CFO se aumenten hasta niveles del 40%, superiores al 32% histórico (2009-2012), permaneciendo en rangos adecuados para su rango de calificación.

**Distribución de Dividendos a tope de Capacidad**

La calificación en su escenario base incorporó erogaciones de dividendos al tope de capacidad, conforme al registro histórico. A juicio de Fitch, Grupo Endesa en su posición de accionista controlante podría desacelerar su política de dividendos, en un escenario que creara presiones sobre la posición de liquidez, salvaguardando los niveles de caja mínimos requeridos para garantizar la operación.

**Desempeño del Flujo de Caja**



**Potenciales Flujos de Caja Libre Negativos**

Codensa cuenta con una alta calidad crediticia, soportada en sólidos fundamentos de calificación, que la hacen menos vulnerable frente a escenarios adversos, en comparación con otras compañías del sector calificadas. Fitch, no descarta que producto del exigente capex y política de dividendos en los próximos años los flujos de caja libre se sitúen en rangos negativos, sin que esto represente un riesgo para las calificaciones actualmente afirmadas.

**Escenarios de Estrés**

Fitch incorporó en su escenario de estrés la materialización de la gratuidad del mínimo vital en el servicio de energía y las limitantes del registro de contratos de venta y compra de energía según lo estipula la Resolución CREG 156 de 2012. Fitch cuantificó los riesgos que se derivarían de esta reglamentación, principalmente el riesgo de cartera, y el impacto sobre Codensa. Los resultados dejan ver la alta tolerancia de la empresa para absorber potenciales eventos adversos sobre su liquidez, superior a la tolerancia mostrada por otros agentes del sector. Fitch, se mantendrá atento los impactos de esta regulación y el efecto que pueda tener sobre el perfil crediticio de Codensa. Fitch considera poco probable que las calificaciones afirmadas sean reducidas en el mediano plazo.

**Análisis Pensional**

A junio de 2013, Codensa cuenta con un pasivo pensional calculado en \$206.031 millones, de los cuales tiene amortizados en su balance el 100%. Actualmente no se cuenta con fondeo de esta obligación. Al calcular el apalancamiento financiero, incorporando la parte no fondeada del pasivo pensional como parte de la deuda financiera, la métrica resultante no supera las 1,2(x), manteniéndose en un rango moderado y acorde con su calificación actual.

## Emisores Comparables y Análisis del Sector

### Historial de Calificación del Emisor

Calificación Nacional de Largo Plazo IDR

Fecha	Moneda	
	Extranjera	Perspectiva
31-jul-2013	AAA(col)	Estable
16-nov-2012	AAA(col)	Estable
17 nov-2011	AAA(col)	Estable
18 nov 2010	AAA(col)	Estable
05 ago 2009	AAA(col)	Estable
28 jul 2009	AAA(col)	Estable

Fuente: FitchRatings

### Análisis de Emisores Comparables

COP Millions	CENS	CODENSA	ISA	EPSA
UDM a partir de	31/12/2012	31/12/2012	31/12/2012	31/12/2012
NLTR	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable

### Estadísticas Financieras

Ventas Netas	459.427	3.141.801	4.368.600	1.176.590
Variación de Ventas (%)	10%	5,2%	-2%	2%
EBITDA	93.104	108.941	2.846.933	502.691
Margen de EBITDA (%)	20,3	34,7	66,2	42,7
Flujo de Fondos Libre (FFL)	20.124	175.167	1.659.197	(86.156)
Deuda Total	80.000	1.111.613	9.392.247	694.984
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	44.935	582.983	1.676.906	270.647
Flujo generado por las Operaciones (I)	76.906	749.049	4.724.498	296.737
Inversiones de Capital	29.733	233.458	245.485	166.336

### Indicadores Crediticios (x)

EBITDA/Intereses Financieros Bruto	11,3	13,0	3,0	10,6
EBITDA/Servicio de Deuda	5,1	3,3	6,0	8,7
Deuda Total/EBITDA	0,9	1,0	3,3	1,4
FGO/Inversiones de Capital	2,3	3,2	8,8	1,8

Fuente: Fitch

### Perfil de la Empresa

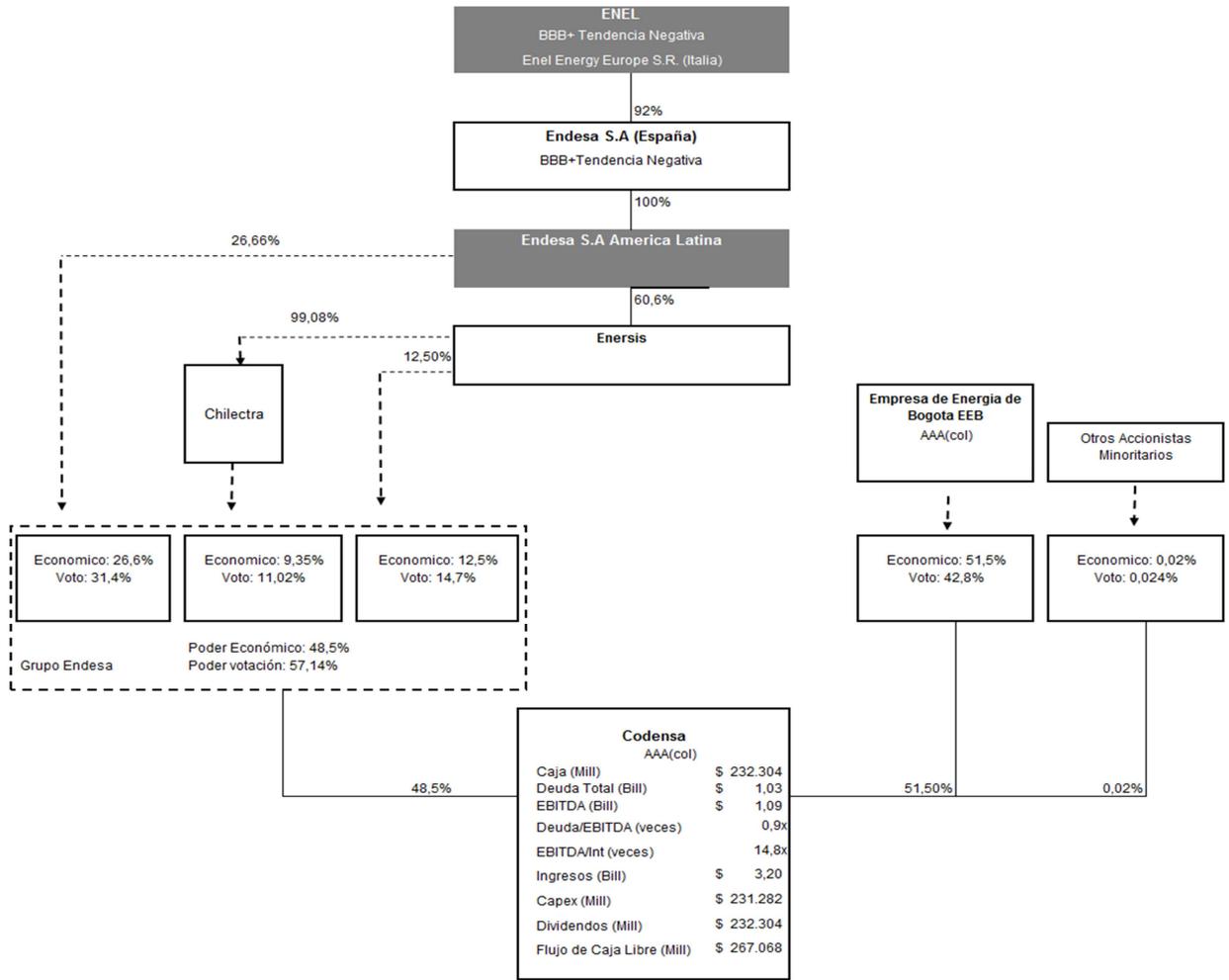
Codensa fue constituida hace 15 años para agrupar los negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica, como resultado del proceso de transformación y capitalización del que fue objeto la Empresa de Energía de Bogotá S.A E.S.P. (EEB) en los años noventa. En este proceso, también se definió que el negocio de generación pasaría a Emgesa y el de transmisión quedaría en cabeza de EEB. Así, luego de la transformación, EEB quedó como accionista mayoritario en Emgesa y Codensa, mientras que el Grupo Endesa adquirió la participación accionaria controlante sobre las nuevas compañías a través de diferentes empresas en Latinoamérica.

Posteriormente, en octubre de 2009 Endesa decidió vender el 7,2% de sus acciones en EEB y mantener su participación en el país a través de sus acciones en Emgesa y Codensa. A pesar que EEB cuenta con la mayoría accionaria en Codensa, su participación está dividida por acciones ordinarias (36,36%) y preferenciales (15,15%), éstas últimas sin derecho a voto. De esta forma el Grupo Endesa, a través de sus filiales Endesa Latinoamérica, Enersis y Chilectra, controla las operaciones de la compañía.

En febrero de 2009, Codensa en asociación con la Empresa de Energía de Bogotá (EEB) y a través de la filial de ambas Distribuidora Eléctrica de Cundinamarca (DECSA), se adquirió el 82,34% de la propiedad de la Empresa de Energía de Cundinamarca (EEC), que opera en 76 municipios y atiende una población cercana a los 260.000 clientes.

## CODENSA

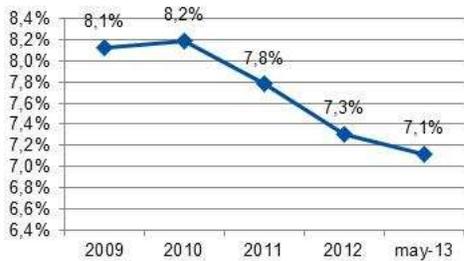
COP Millones. 30 de Junio 2013



Fuente: Codensa y Fitch

Codensa es la mayor distribuidora de energía eléctrica del país con un área de servicio de 14.087 km<sup>2</sup> para atender a la ciudad de Bogotá, 94 municipios en Cundinamarca, 8 en Boyacá y uno en Tolima. La compañía cuenta con una amplia base de usuarios concentrada principalmente en el área metropolitana de Bogotá y la Sabana. A junio de 2013, Codensa registró alrededor de 2,64 millones de clientes, los cuales representan el 24% del mercado colombiano y están concentrados en el sector residencial (principalmente en los estratos 2 y 3).

### Índice de Pérdidas Codensa



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

Con el fin de mitigar su exposición a la volatilidad de los precios en bolsa, Codensa realiza cerca del 90% de sus compras de energía a través de contratos de largo plazo, principalmente con Emgesa, EPM e Isagén; los cuales tienen vencimientos entre los años 2013 y 2015.

En los últimos años, la empresa ha concentrado esfuerzos en reducir el indicador de pérdidas y espera que en adelante sus reducciones sean menos pronunciadas a las de años anteriores debido a que el indicador que presenta actualmente está compuesto en su mayor parte por pérdidas técnicas de distribución. Para efectos internos, la compañía maneja un indicador de pérdidas de energía que es resultado del promedio ponderado entre las pérdidas comerciales y las pérdidas del operador de red. A junio 2013, dicho indicador fue de 7,14% (7,3% al cierre de 2012).

## Características de las Emisiones de Valores

### Primera Emisión de Bonos

La primera emisión de bonos fue colocada en su totalidad en el primer trimestre del año 2004. Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados en un 90% para sustituir deuda financiera y 10% para capital de trabajo.

### Segunda Emisión de Bonos

La segunda emisión de bonos ordinarios fue aprobada en febrero de 2007 y se colocó en tres lotes. El destino total de los recursos captados fue la sustitución de obligaciones financieras.

### Tercera Emisión de Bonos

La tercera emisión por un total de \$350.000 millones se colocó en dos lotes en diciembre 2008 y marzo 2009 y la totalidad de los recursos se destinó a sustitución de deuda financiera.

### Programa de Bonos

El programa de bonos ordinarios se inscribió en enero 2010 por un cupo global de \$600.000 millones. El monto, series o sub-series, número de bonos, valor nominal, plazo y tasa de interés se definirán en cada aviso de oferta de cada emisión que se realice con cargo al programa. En febrero de 2010, Codensa realizó la primera colocación del programa por un monto de \$225.000 millones dividida en dos series de tres y seis años, respectivamente. Actualmente, el programa de bonos cuenta con un cupo disponible por \$375.000 millones. En abril de 2013 la Superintendencia Financiera de Colombia autorizó la renovación del plazo de la vigencia del programa de bonos por tres años adicionales hasta el 30 de abril de 2016.

<b>Primera Emisión Bonos Ordinarios</b>	
Monto Total	\$500.000 MM
Emisión Vigente	\$250.000 MM
Sub - series	<u>B-10</u>
Monto emitido	\$250.000 MM
Plazo	10 años
Fecha emisión	mar-04
Tasa Cupón	IPC + 6,34%
Amortización	Unica al vencimiento

<b>Segunda Emisión Bonos Ordinarios</b>		
Monto Total	\$650.000 MM	
Saldo Vigente	\$391.500 MM	
Lote	<u>Primero</u>	<u>Segundo</u>
Sub-Series	A-10	A-10
Monto emitido	\$147.000 MM	\$244.500 MM
Plazo	10 años	10 años
Fecha colocación	mar-07	jun-07
Tasa Cupón	IPC + 5,30%	IPC + 5,30%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

<b>Tercera Emisión Bonos Ordinarios</b>			
Monto Total	\$350.000 MM		
Saldo Vigente	\$241.000 MM		
Lote	<u>Primero</u>	<u>Segundo</u>	
Serie	<u>A</u>	<u>B</u>	<u>A</u>
Sub-Series	A-5	B-5	A-10
Monto emitido	\$75.500 MM	\$85.500 MM	\$80.000 MM
Plazo	5 años	5 años	10 años
Fecha colocación	Dic-08	Dic-08	Mar-09
Tasa Cupón	IPC + 5,99%	DTF + 2,58%	IPC + 5,55%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

<b>Programa de Emisión de Bonos Ordinarios</b>	
Monto Total	\$600.000 MM
Emision Vigente	<u>Primero</u>
Tramo	Primero
Lote	Primero
Monto Colocado	\$225.000 MM
Serie	<u>B</u>
Sub-serie	<u>B-6</u>
Monto emitido	\$145.000 MM
Plazo	6 años
Fecha emisión	feb-10
Tasa Cupón	IPC + 3,92%
Amortización	Unica al vencimiento feb-16

Resumen Financiero — Codensa S.A. E.S.P.

COP Millones, Year Ending dic. 31

	LTM				
	jun. 30, 2013	2012	2011	2010	2009
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	1086.018	1089.410	976.680	983.619	1012.158
EBITDAR	1086.018	1089.410	976.680	983.619	1012.158
Margen de EBITDA (%)	34,3	34,7	32,7	35,3	36,5
Margen de EBITDAR (%)	34,3	34,7	32,7	35,3	36,5
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	25,4	21,0	22,5	21,1	19,3
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	8,4	5,6	14,5	(16,7)	10,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	18,4	17,8	17,0	16,3	16,3
<b>Coberturas (x)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	13,5	10,7	9,9	8,5	8,3
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	14,8	13,0	11,4	9,6	9,5
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	14,8	13,0	11,4	9,6	9,5
EBITDA/Servicio de Deuda	2,2	3,3	7,8	3,2	2,3
EBITDAR/Servicio de Deuda	2,2	3,3	7,8	3,2	2,3
FGO/Cargos Fijos	13,5	10,7	9,9	8,5	8,3
FFL/Servicio de Deuda	0,7	0,8	4,1	(12)	0,9
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	1,2	2,6	8,0	(0,2)	3,0
FGO/Inversiones de Capital	3,6	3,2	3,6	2,4	3,8
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Total Ajustada/FGO	1,0	1,2	1,3	1,6	1,6
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,9	1,0	1,2	1,4	1,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,7	0,5	0,7	1,1	0,5
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	0,9	1,0	1,2	1,4	1,4
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	0,7	0,5	0,7	1,1	0,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,8	7,4	6,9	7,3	6,9
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2
<b>Balance</b>					
Total Activos	5.269.470	5.354.309	5.212.044	5.293.726	5.497.178
Caja e Inversiones Corrientes	232.304	582.983	490.870	307.251	914.140
Deuda Corto Plazo	415.021	246.275	39.911	206.160	339.240
Deuda Largo Plazo	615.518	865.338	1.105.975	1.139.332	1.113.969
Deuda Total	1.030.539	1.111.613	1.145.886	1.345.492	1.453.209
Total Patrimonio	2.860.537	3.121.114	2.636.113	2.748.080	3.150.743
Total Capital Ajustado	3.891.076	4.232.727	3.781.999	4.093.572	4.603.952
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	915.893	806.160	766.885	761.936	780.793
Variación del Capital de Trabajo	(92.799)	(57.111)	270.692	(101.455)	222.093
Flujo de Caja Operativo (FCO)	823.094	749.049	1037.577	660.481	1002.886
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(231.282)	(233.458)	(291.993)	(272.336)	(264.674)
Dividendos	(328.366)	(344.215)	(313.492)	(854.259)	(434.789)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	267.068	175.167	432.092	(466.114)	303.423
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	—	—	—	—	—
Otras Inversiones, Neto	(15.017)	(12.886)	(16.764)	—	(105.964)
Variación Neta de Deuda	(815.16)	(34.636)	(199.968)	(107.717)	(189.446)
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	(31.741)	(31.741)	(31.741)	(33.055)	546.591
Variación de Caja	135.172	92.113	183.619	(606.886)	554.604
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	3.162.914	3.141.801	2.986.153	2.787.215	2.771.875
Variación de Ventas (%)	0,7	5,2	7,1	0,6	9,2
EBIT	829.881	828.502	723.445	742.417	768.783
Intereses Financieros Brutos	73.356	83.526	85.715	102.100	107.052
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	515.189	510.993	457.664	480.354	507.406

Fuente: Informe de Empresa.

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 + Arriendos.

Relación con los medios: María Consuelo Perez, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1460, Email: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 30 de Julio de 2013.

Acta Número: 3198

Objeto del Comité: Revisión periódica.

Definición de la Calificación: La calificación AAA(col) la calificación asignada significa la más alta calidad crediticia. Representa 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.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)\*: Natalia O'Byrne, Jorge Yanes y José Luis Rivas. \*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)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Copyright © 2013 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. In issuing and maintaining its ratings, Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating was issued or affirmed.

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. This opinion is based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating. 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. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. 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 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 US\$1,000 to US\$750,000 (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 US\$10,000 to US\$1,500,000 (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 the United Kingdom, 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.