

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 Sep. 10	31/12/09
Ventas	1.906.333	1.929.134
EBITDA	1.049.301	1.106.050
Margen EBITDA	55,0%	57,3%
Caja y Valores Líquidos	105.795	648.784
Deuda Total	1.831.106	1.860.344
Deuda Total /EBITDA (x)	1,75x	1,68x
EBITDA/Intereses Pagados (x)	7,94x	5,73x

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)

Lucas Aristizabal  
+1 312 368 3260  
[lucas.aristizabal@fitchratings.com](mailto:lucas.aristizabal@fitchratings.com)

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

## Informes relacionados

- “*Perspectivas del Sector Corporativo Colombiano*”. Julio 30, 2010.
- “*Metodología de Calificación de Empresas no Financieras*”. Nov 24, 2009.
- “*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 17 de noviembre de 2010, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de la calificación de la Emisión de Bonos Ordinarios Betania por cuatrocientos mil millones de pesos (\$400.000.000.000) emitidos por EMGESA S.A. ESP, decidió afirmar la calificación de AAA(col) con perspectiva estable, según consta en el Acta No. 1916 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.

Igualmente, el Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de calificación de la Emisión de Papeles Comerciales por seiscientos mil millones de pesos (\$600.000.000.000) de EMGESA S.A. E.S.P., afirmó la calificación de F1+(col) a ésta, según consta en el Acta No.1916 de la misma fecha. Al respecto, es necesario precisar que la calificación F1+(col) indica la más sólida capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas. Bajo la escala de calificaciones domésticas de Fitch Colombia, esta categoría se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de todo otro riesgo en el país y normalmente se asigna a los compromisos financieros emitidos o garantizados por el gobierno federal. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

## 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, así como su acertada estrategia comercial y de negocios. Las calificaciones consideran también el adecuado perfil financiero de Emgesa y el compromiso del Grupo Endesa (calificación IDR de A- en escala internacional por Fitch Ratings) con la compañía, a través de la transferencia continua de “know how”, experiencia y buenas prácticas. Las calificaciones incorporan la presión en los indicadores crediticios que la empresa tendrá durante el proceso de construcción de la central El Quimbo, así como el riesgo asociado a variaciones en la hidrología nacional o eventuales cambios regulatorios que podrían afectar los resultados de la entidad.

La posición competitiva de Emgesa en el país está soportada por su significativa participación de mercado y por su balanceado portafolio de activos. Actualmente, Emgesa es la empresa de generación de energía más grande de Colombia, con una participación del 21,5% en la capacidad instalada nacional y 22,6% de la generación total de energía del sistema interconectado nacional. La calidad de sus activos, la complementariedad de las cuencas hidrológicas donde opera y la diversificación en su

mix de generación (85% hidro-15% térmico) hacen que la compañía esté menos expuesta ante las variaciones en la hidrología del sistema.

La acertada estrategia comercial de Emgesa ha contribuido a fortalecer su posición competitiva y además ha permitido 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 la energía como de los combustibles, la administración de Emgesa ha demostrado una gestión conservadora y profesional, que ha redundado en flujos de caja razonablemente estables en el tiempo. Históricamente, la compañía ha mantenido como práctica realizar cerca del 70% de las ventas de energía a través de contratos. A septiembre 2010, el 73.3% de las ventas de energía de Emgesa se encuentran bajo contratos de mediano plazo.

La empresa presenta márgenes EBITDA sanos, que se comparan favorablemente con su grupo de pares, y mantiene niveles de deuda controlados. Actualmente, el perfil financiero de Emgesa se caracteriza por un endeudamiento moderado y un sólida cobertura de intereses. A septiembre 2010, la deuda de largo plazo de Emgesa asciende a \$1,6 billones, denominada en pesos colombianos y compuesta por varias emisiones de bonos con vencimientos que van entre los años 2011 y 2024. A septiembre de 2010, el indicador de Deuda Financiera / EBITDA de los últimos doce meses fue de 1,75 veces (x) y el ratio de EBITDA / Intereses Financieros, de 7,94x, ambos considerados apropiados para la calificación de la compañía.

Emgesa presenta una robusta posición de liquidez, que le ha permitido pagar dividendos por el 90% de las utilidades de 2009 y girar a sus accionistas \$444.778 millones de pesos correspondientes a una reducción de capital en mayo 2010 sin necesidad de acudir a nuevo endeudamiento. A septiembre 2010, el stock de caja y valores líquidos de la compañía fue de \$105.795 millones y la deuda de corto plazo ascendió a \$201.097 millones. En opinión de Fitch, la compañía no tendría inconvenientes para atender sus compromisos de corto plazo dado su amplio acceso a fuentes de financiamiento a través de líneas de crédito bancarias y líneas disponibles de bonos y papeles comerciales.

Actualmente, Emgesa posee un importante plan de expansión, que incluye la construcción de la Hidroeléctrica El Quimbo en un periodo de cuatro años y una inversión cercana a los US\$837 millones. Emgesa planea financiar el 80% del costo del proyecto con recursos contratados vía endeudamiento, lo que llevaría a un debilitamiento de los indicadores crediticios a niveles cercanos a las 2,3x antes del inicio de operaciones comerciales de Quimbo proyectado para finales de 2014; sin embargo, según estimaciones de la Calificadora, las métricas resultantes todavía se encontrarían compatibles con el rango de calificación de Emgesa. Con el desarrollo de este proyecto, la compañía aumentaría su capacidad instalada en 400 MW, fortaleciendo su posición competitiva.

Endesa S.A., a través de sus filiales Endesa Latinoamérica y Endesa Chile (esta última calificada en BBB+ en escala internacional por Fitch Ratings), participa con el 48,48% de la propiedad de Emgesa y es quien mantiene el control de la compañía con el 56,42% de las acciones con derecho a voto. Fitch ve como fortaleza la participación de Endesa debido la continua transferencia de know how, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la empresa. Adicionalmente, Fitch considera a Emgesa un activo importante para el Grupo Endesa puesto que el 13,2% del EBITDA de Endesa en Latinoamérica es generado por la compañía y se espera que dicha participación sea mayor una vez iniciadas las operaciones de Quimbo.

Endesa S.A. es la mayor compañía eléctrica de España, con ingresos de US\$37.011 millones y EBITDA de US\$9.989 millones durante el 2009. Endesa tiene como negocio principal la generación, transporte, distribución y comercialización de energía eléctrica

en España y Latinoamérica, además de operar en el negocio de gas natural, energías renovables y otros servicios relacionados con la energía.

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

- Un cambio en la calificación podría darse en caso de que Emgesa modifique significativamente la estructura de capital que ha venido presentando a la fecha, ocurra un cambio regulatorio que afecte significativamente la generación de caja o que el proyecto Quimbo no genere los resultados esperados.

### **Hechos Recientes**

Emgesa viene desarrollando del Proyecto hidroeléctrico El Quimbo, cuya capacidad instalada será de 400MW y aportará a la empresa una generación media de 2.216 GWh por año. La inversión total en el proyecto será de aproximadamente US\$ 837 millones, los cuales Emgesa espera financiar en un 20% con recursos propios y un 80% con deuda (en una combinación de fuentes locales e internacionales). La distribución de la inversión será relativamente uniforme entre los años 2011 y 2014 y la entrada en operación del proyecto está prevista para finales de 2014. A septiembre 2010, Emgesa ya contaba con la licencia ambiental para el desarrollo del proyecto.

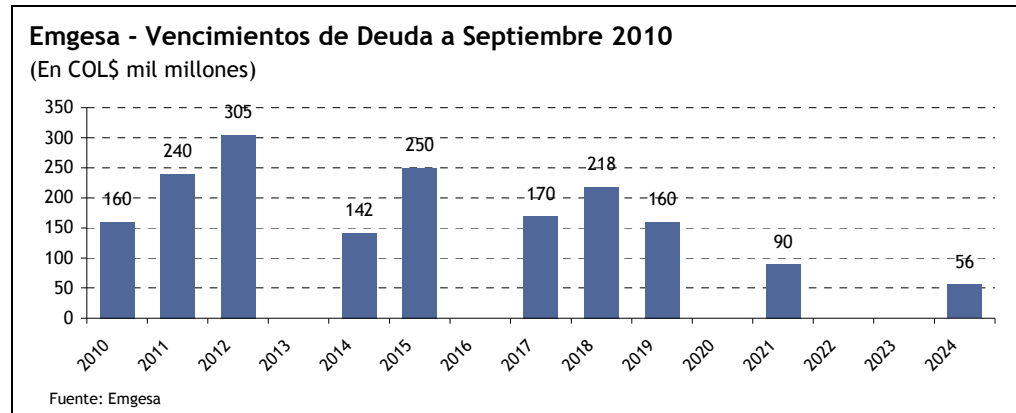
En mayo de 2010, Emgesa efectuó una reducción de capital por \$444.778 millones - prevista desde hacía aproximadamente dos años- que tuvo por objetivo hacer más eficiente la estructura de capital de la compañía. En opinión de Fitch, esta operación no debilita el perfil financiero de Emgesa puesto que fue financiada con excedentes de caja.

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

A septiembre de 2010, Emgesa presentó deuda financiera total por \$1.831.106 millones, compuesta en un 81% por bonos emitidos en el mercado local, un 17% por un crédito sindicado que se encuentra subordinado al pago de los bonos y el 2% restante a intereses causados de dichas obligaciones.

Las obligaciones de Emgesa cuentan con una vida media de 4,6 años y un costo promedio estimado para los últimos doce meses de 6,7% anual. Además, el total de la deuda está denominada en pesos colombianos: un 75% está atado al IPC, casi un 20%, a la DTF y el 5,2% restante, a tasa fija.

La estrategia financiera de Emgesa es conservadora. Históricamente, la compañía ha financiado sus inversiones de capital con una combinación de deuda y flujos propios, estrategia que espera seguir manteniendo en el futuro. Asimismo, su política financiera incluye una restricción que indica que en ningún momento los vencimientos de deuda de un determinado año superen la diferencia del 80% del flujo de caja libre estimado para los siguientes doce meses, menos el capex y los intereses de la deuda de dicho año.



A septiembre 2010, la compañía presentó un stock de caja de \$105.795 millones y una deuda de corto plazo de \$201.097 millones, compuesta por la primera amortización de los bonos Betania (\$160.000 millones de capital y \$41.097 millones de intereses causados, con vencimiento en noviembre 2010), para los cuales espera hacer un *roll over*. En general, Emgesa cuenta con una posición de liquidez adecuada, apoyada en un amplio acceso a financiamiento de terceros y una sólida generación de flujos operativos que se han mantenido por encima de los \$600.000 millones anuales en los últimos tres años. Emgesa cuenta con un amplio abanico de instrumentos financieros disponibles tales como un programa de bonos por \$1.900.000 millones, de los cuales tiene utilizado solamente un 44%, papeles comerciales por emitir por \$600.000 millones y cupos bancarios no comprometidos por aproximadamente \$ 1.600.000 millones.

La empresa tiene planeado realizar en noviembre 2010 una primera emisión de papeles comerciales por \$70.000 millones (con cargo al cupo de \$600.000 millones) con el fin de financiar parte de la amortización de uno de sus bonos que vence en el mismo mes.

En opinión de Fitch, Emgesa deberá finalizar el 2010 con una deuda cercana a los \$2.000.000 millones de pesos, algo superior a la presentada al cierre del 2009 debido al financiamiento de la nueva central El Quimbo; sin embargo, sus niveles de apalancamiento se encontrarían cercanos a los actuales.

### Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Dada su naturaleza de generador, el flujo de caja de Emgesa se encuentra expuesto a variaciones en la hidrología y en los precios de la energía y combustibles. Como consecuencia del último Fenómeno del Niño, la hidrología promedio del Sistema Interconectado Nacional (SIN) fue inferior a los promedios históricos anuales, afectando los niveles de embalses y cuencas de las centrales hidroeléctricas del país. Ante ello, Emgesa se vio obligada a reducir su generación hidráulica (en lo corrido de 2010 su participación en la generación nacional fue de 20% versus un promedio de 23% en años anteriores), a la vez que participó más activamente en el mercado spot.

En los doce meses terminados a septiembre 2010, el EBITDA de Emgesa fue de \$1.049.301 millones y el margen EBITDA de 55,0%, indicadores ligeramente por debajo de los alcanzados en todo el año 2009 (\$1.106.050 millones y 57,3%, respectivamente) debido al mayor consumo de combustibles en las plantas térmicas y el aumento en las compras de energía en bolsa para atender contratos de largo plazo.

El flujo de caja operativo (CFO - *cash from operations*) para los doce meses finalizados en septiembre 2010 ascendió a \$628.894 millones y estuvo fortalecido por la variación de capital de trabajo positiva que presentó la empresa principalmente por el anticipo

**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%

de \$280.000 millones recibido de Codensa para compras de energía. Dicho CFO le permitió a Emgesa realizar inversiones de capital y pagar dividendos por \$640.153 millones. Adicionalmente, con la caja acumulada cumplió con su servicio de deuda del año y realizó una disminución de capital por \$444.778 millones en el segundo trimestre del 2010.

Históricamente, la generación de flujos y excedentes de caja de Emgesa le han permitido llevar una política consistente de reparto de dividendos cercana al 90% de las utilidades año a año.

Por su parte, los indicadores crediticios de la compañía muestran un comportamiento estable. A septiembre 2010 y considerando el EBITDA de los últimos doce meses, el apalancamiento -medido por la relación Deuda Financiera / EBITDA- fue de 1,75 veces (x) y el ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA alcanzó las 1,64x, niveles que en opinión de Fitch son considerados apropiados para la calificación de la compañía. 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\$ 837 millones. Según estimaciones de Fitch, la deuda adicional que tomaría Emgesa para la financiación de este proyecto no impactaría significativamente en su perfil crediticio actual.

### Perfil

Emgesa es la primera generadora de energía de Colombia (con el 20,1% de la generación eléctrica del país) y una de las más importantes en términos de potencia instalada (21,4% de la capacidad instalada del sistema nacional). 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 85% proviene de plantas de generación hidráulica y el 15% de térmicas.

Emgesa 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 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 el 1ero. 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 empresa.

#### Estadísticas Operativas

	<u>Ene-Sep 10</u>	<u>2009</u>
Capacidad de Generación (MW)	2.914	2.859
% Hidro	84,7%	85,6%
% Fuel Oil	7,1%	7,8%
% Carbón	8,1%	6,6%
Producción (GWh)	8.519	12.660
Ventas (GWh)	11.200	16.807
Clientes Regulados (% ventas GWh)	56,2%	56,0%
Clientes No Regulados (% ventas GWh)	17,1%	15,0%
Ventas Bolsa y AGC (% ventas GWh)	26,7%	28,8%

Fuente: Emgesa

## Características de las Emisiones de Valores

### Tercera Emisión de Bonos

Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados para la sustitución de deuda financiera.

### Bonos Betania

Estos bonos fueron emitidos inicialmente por la Central Hidroeléctrica de Betania para la sustitución de pasivos, y luego de la fusión entre dicha empresa y Emgesa, pasaron a formar parte de los pasivos de la nueva sociedad.

### Programa de Emisión de Bonos

El Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios contó inicialmente con un cupo global de hasta \$700.000 millones de pesos, el cual posteriormente se amplió hasta \$1,9 billones de pesos. Los bonos que se emitan bajo este programa tendrán plazos que van de 1 a 25 años a partir de la fecha de emisión de cada tramo y su amortización será única al vencimiento.

### Papeles Comerciales

Emgesa mantiene pendiente de emisión un cupo de papeles comerciales de hasta \$600.000 millones, el cual a la fecha no ha sido utilizado. Sin embargo, la compañía tiene planeado hacer una primera emisión de hasta \$70.000 millones en el mes de noviembre de 2010.

<b>Tercera Emisión Bonos Ordinarios</b>		
	<u>Primero</u>	<u>Segundo</u>
Lotes		
Monto emitido	\$210.000 MM	\$40.000 MM
Plazo	10 años	10 años
Fecha colocación	Feb-05	Feb-06
Tasa de Interés	IPC + 5,04%	IPC + 2,40%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

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

### **Programa de Emisión de Bonos Ordinarios**

Emisiones	4a emisión		5a emisión		6a emisión		
	Primero		Segundo		Tercero		
Tramo							
Valor	\$170.000 MM		\$265.000 MM		\$400.000 MM		
Serie	B		B		B		
Sub-serie	B-10		B-10		B		
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**

Cifras en Millones de Pesos Corrientes

	<u>LTM Sep.10</u>	<u>dic-09</u>	<u>dic-08</u>	<u>dic-07</u>	<u>dic-06</u>	<u>dic-05</u>
<b>Rentabilidad (%)</b>						
EBITDA Operativo LTM	1.049.301	1.106.050	925.152	792277,4	587.160	578.339
Margen de EBITDA (%) LTM	55,0%	57,3%	61,2%	59,7%	55,9%	58%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	10,5%	10,5%	11,1%	10,6%	9,2%	9%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	-3,9%	9,6%	7,6%	-13,2%	22,4%	9%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	9,3%	9,2%	8,0%	7,7%	5,9%	5%
<b>Coberturas (x)</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	5,3	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	7,9	5,7	5,3	5,0	8,2	7,9
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	3,0	2,6	1,4	2,7	2,2	2,1
FGO / Cargos Fijos LTM	5,3	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6
FCL / Servicio de Deuda LTM	0,2	0,9	0,4	(0,1)	1,2	0,6
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	2,4	1,1	0,2	1,9	0,7
FCO / Inversiones de Capital LTM	10,1	8,9	8,8	2,9	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	1,75	1,68	1,77	1,99	1,29	1,25
Deuda Neta Total / EBITDA Operativo LTM	1,64	1,10	1,26	1,88	0,96	1,20
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	7,2%	11,1%	10,9%	13,5%	9,7%	9,7%
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	11,0%	12,4%	31,2%	8,4%	25,6%	27,5%
<b>Balance</b>						
Total Activos	7.580.872	8.183.218	8.048.644	7.656.375	6.025.409	5.684.213
Caja e Inversiones Corrientes	105.795	648.784	472.115	82.751	195.140	30.384
Deuda Corto Plazo	201.097	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	1.831.106	1.860.344	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937
Total Patrimonio	5.416.835	5.942.980	5.769.768	5.645.817	4.902.063	4.702.672
Total Capital Ajustado	7.247.941	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)	618.072	626.538	643.896	608.989	446.777	412.913
Variación del Capital de Trabajo	10.823	42.454	22.838	(287.131)	(11.931)	(115.595)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	628.894	668.992	666.734	321.858	434.846	297.318
Inversiones de Capital	(62.299)	(74.879)	(75.398)	(109.270)	(79.516)	(18.475)
Dividendos	(640.153)	(408.879)	(476.477)	(388.248)	(119.985)	(188.425)
Flujo de Caja Libre (FCL)	(73.557)	185.235	114.859	(175.661)	235.346	90.418
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	1.145.633	-	-
Otras Inversiones, Neto	(3.176)	(6.888)	-	(1.732.946)	-	-
Variación Neta de Deuda	(558.656)	10.794	274.505	794.601	(70.590)	(65.135)
Variación Neta del Capital	(444.778)	-	-	-	-	(400.000)
Otros (Inversión y Financiación)	223.740	(12.468)	(12.468)	-	-	(6.857)
Variación de Caja	(856.427)	176.673	376.896	31.627	164.756	(381.574)
<b>Estado de Resultados (LTM)</b>						
Ventas Netas	1.906.333	1.929.134	1.510.712	1.326.561	1.049.512	995.412
Variación de Ventas (%)	3,0%	27,7%	13,9%	26,4%	5,4%	-1,8%
EBIT Operativo	893.527	951.998	789.918	651.540	463.710	446.629
Intereses Financieros Brutos	143.528	193.159	174.473	158.087	71.998	73.192
Resultado Neto	518.473	538.425	454.310	405.307	283.950	251.149

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. 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) \* Gláucia Calp, Natalia O'Byrne y Lucas Aristizabal. \*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 ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.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 INTERESES, 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.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.