

Sector Eléctrico  
Colombia  
Análisis Crediticio

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

### Calificaciones

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

### Perspectiva

Estable

### Resumen Financiero

EMGESA S.A E.S.P		
En Col\$ MM	LTM Mar. 11	31/12/10
Ingresos	1.877.870	1886.779
EBITDA	1.206.305	1.109.126
Margen EBITDA	64,2%	58,8%
Caja y Valores Líquidos	560.115	306.803
Deuda Total	2.478.626	1.751.162
Deuda Total /EBITDA (x)	2,1x	1,6x
EBITDA/Intereses Financieros (x)	8,0x	8,0x

LTM: últimos doce meses, siglas en ingles.

### Analistas

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

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

### Informes relacionados

- “Metodología de Calificación de Empresas no Financieras”. Agosto 13, 2010.
- “Vinculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria”. Julio 14, 2010.
- “Latin American Generation Projects”. Mayo 13, 2011.
- “2011 Outlook: Latin American Power Sector”. Enero 4, 2011.

Fitch afirmó en AAA(col) la calificación nacional de largo plazo de Emgesa S.A. E.S.P. Asimismo, afirmó en AAA(col) la calificación de la Tercera Emisión de Bonos por \$250.000 millones y del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios por \$1,9 billones emitidos por Emgesa S.A. E.S.P. La perspectiva es estable.

### Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones de 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 conservador perfil financiero de Emgesa y el compromiso de su principal accionista, Endesa-Chile (calificación IDR de BBB+ 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 presentará durante el proceso de construcción de la central hidroeléctrica 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 balanceado portafolio de activos. Actualmente, Emgesa es una de las empresas de generación de energía más grandes de Colombia, con una participación del 20% en la capacidad instalada nacional y en 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 la compañía ha contribuido a fortalecer su posición competitiva y ha permitido la estabilidad financiera del negocio. Si bien la estrategia comercial de la compañía es dinámica; históricamente ha establecido que cerca del 70% de las ventas de energía se realicen a través de contratos. Durante el 2010, el 73.9% de las ventas de energía de Emgesa se realizaron bajo contratos de mediano plazo. Aunque la 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.

El perfil financiero de Emgesa se caracteriza por presentar un endeudamiento moderado y una sólida cobertura de intereses, consistentes con su calificación. A marzo de 2011, la deuda de largo plazo de la compañía es de alrededor \$2,5 billones, denominada en pesos colombianos y compu esta en su mayoría por emisiones de bonos con vencimientos entre los años 2011 y 2024. Al cierre de marzo de 2011, el indicador de Deuda Financiera / EBITDA de los últimos doce meses fue de 2,1 veces (x) y el ratio de EBITDA / Intereses Financieros, de 8,0x, ambos considerados apropiados para la calificación de la compañía.

Emgesa presenta una robusta posición de liquidez. A marzo de 2011, el stock de caja y valores líquidos de la compañía fue de \$560.115 millones, sus líneas de crédito

comprometidas ascendieron a \$360.000 millones y la deuda de corto plazo fue de \$351.857 millones. En opinión de Fitch, los requerimientos de fondos de corto plazo de Emgesa se apoyan en una sólida generación de flujos operativos (cercana a los \$600.000 millones anuales) y el amplio acceso a fuentes de financiamiento a través de líneas de crédito bancarias y líneas disponibles de bonos y papeles comerciales.

Aunque la política de dividendos de la compañía establece un reparto mínimo de 50% de sus utilidades, la política de endeudamiento conservadora y la fuerte generación de caja han permitido que históricamente Emgesa pague dividendos por el 100% de sus utilidades distribuibles, ratio que si bien es considerado elevado, es manejable para la compañía.

Emgesa posee un importante plan de expansión, que incluye la construcción de la Hidroeléctrica El Quimbo, de 400 MW de capacidad instalada, con una inversión cercana a los US\$837 millones. Emgesa planea financiar el 80% del costo del proyecto con recursos de deuda, 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. Según estimaciones de la Calificadora, las métricas resultantes todavía se encontrarían compatibles con el rango de calificación de Emgesa.

Endesa S.A. (calificación IDR de A- en escala internacional por Fitch), a través de sus filiales Endesa Latinoamérica y Endesa Chile (IDR de BBB+ por Fitch), 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. En opinión de Fitch, la relación de Endesa con Emgesa es positiva dada la continua transferencia de know how, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la empresa. Emgesa es un activo importante para el Grupo Endesa puesto que el 13% del EBITDA de Endesa Latinoamérica es generado por la compañía y se espera que dicha participación sea mayor una vez iniciadas las operaciones de Quimbo.

A pesar de no tener el control de Emgesa, la Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP. (IDR de BB por Fitch) participa también en la empresa con el 51,51% de los derechos económicos. La Empresa de Energía de Bogotá (EEB), posee también participaciones mayoritarias no controlantes en la empresa de distribución eléctrica Codensa, la Empresa de Energía de Cundinamarca, y en la empresa de transporte de gas natural más grande de Colombia, Transportadora de Gas Internacional.

### Factores Clave de la Calificación

- Sólida posición competitiva y robusta generación de flujos de caja.
- Conservadora política de endeudamiento y adecuada liquidez.
- Respaldo operativo y técnico del grupo Endesa.
- Sector con marco regulatorio fuerte.

### Hechos Recientes

En enero de 2011 y como parte del plan de financiamiento del proyecto El Quimbo, Emgesa realizó una emisión de bonos internacionales por \$736.760 millones, a una tasa fija de 8,75% anual y amortización *bullet* en enero de 2021.

Asimismo, en noviembre de 2010 la empresa realizó la emisión del primer lote de papeles comerciales por \$70.000 millones (con cargo al cupo de \$600.000 millones) con el fin de financiar parcialmente la primera amortización de los bonos Betania.

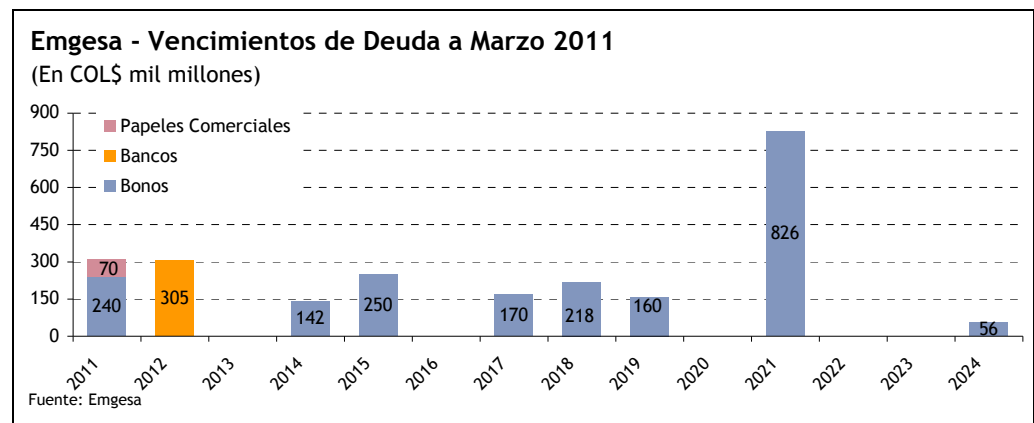
En el último trimestre de 2010, la compañía suscribió un contrato de estabilidad jurídica con la Nación para el desarrollo y operación de El Quimbo por un plazo de 20 años. Asimismo, inició la construcción de las vías de acceso al proyecto y firmó los

contratos de obras civiles y equipos del proyecto El Quimbo con las empresas Impregilo-OHL Consortium y Alstom Schrader Camargo Consortium, respectivamente.

### Liquidez y Estructura de la Deuda

A marzo de 2011, Emgesa presentó deuda financiera total por \$2.478.626 millones, compuesta en un 54,4% por bonos emitidos en el mercado local, un 30,2% por bonos emitidos en el mercado internacional, un 12,5% por un crédito sindicado que se encuentra subordinado al pago de los bonos y el 2,9% restante, por papeles comerciales.

Las obligaciones de Emgesa cuentan con una vida media de 6 años y un costo promedio estimado de 8,6% anual. Además, la deuda no cuenta con garantías y el 100% está denominada en pesos colombianos: un 48% está atado al IPC, un 37% es tasa fija y el 15% restante está ligado a la DTF. El cronograma de vencimientos de deuda de la compañía es manejable, dado que las amortizaciones están distribuidas entre los años 2011 a 2024.



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.

Emgesa cuenta con una posición de liquidez adecuada. A marzo de 2011, la compañía presentó un stock de caja de \$560.115 millones (en su mayoría correspondientes a la caja recibida de la emisión internacional de bonos) y un servicio de deuda para el periodo corriente de \$351.857 millones, compuesta principalmente por el vencimiento de los papeles comerciales, las amortizaciones finales de los bonos Betania e intereses de la deuda financiera.

Los requerimientos de fondos de corto plazo de Emgesa se apoyan en un amplio acceso al mercado de capitales y financiamiento bancario, además de una sólida generación de flujos operativos que se han mantenido en alrededor de los \$600.000 millones anuales en los últimos cuatro años. Emgesa cuenta con una gama 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 \$530.000 millones, líneas bancarias comprometidas por \$360.000 millones y cupos bancarios no comprometidos por aproximadamente \$ 1.500.000 millones.

### Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

## Estructura Accionaria EMGESA S.A. ESP

	Part.(%)
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%

Dada su naturaleza de generador principalmente hidráulico, el flujo de caja de Emgesa se encuentra expuesto a variaciones en la hidrología y en los precios de la energía y combustibles. Las fuertes lluvias ocasionadas por el fenómeno de La Niña que incrementaron los embalses y cuencas de las centrales hidroeléctricas del país, favorecieron la generación eléctrica de la compañía en los últimos seis meses y permitieron que Emgesa normalice su nivel de EBITDA y márgenes de rentabilidad que se vieron afectados en los primeros meses del 2010 debido a la sequía ocasionada por El Niño.

En los doce meses finalizados a marzo 2011, la compañía presentó un EBITDA de \$1.206.305 millones y margen EBITDA de 64,2%, cifras que se comparan favorablemente con el EBITDA de \$1.109.126 millones y margen de 58,8% presentados en el 2010. Por su parte, el flujo de caja operativo (CFO - *cash from operations*) para el año terminado en marzo 2011 ascendió a \$194.772 millones y estuvo afectado por una variación de capital de trabajo negativa, principalmente por el menor saldo de dividendos por pagar al cierre del primer trimestre de este año (gran parte del desembolso por dividendos se realizó en diciembre 2010 y marzo 2011, dado el cierre contable efectuado en septiembre del mismo año), ya que el año pasado el saldo por pagar correspondió a los dividendos de todo el periodo 2009.

Las inversiones de capital para el mismo periodo ascendieron a \$167.476 millones y el pago de dividendos, a \$901.235 millones, correspondientes a la utilidad del 2009 (\$484.582 millones) y a los dividendos del periodo enero-septiembre 2010 (\$416.653 millones), que se desembolsaron entre diciembre 2010 y enero de 2011.

En los últimos doce meses terminados en marzo 2011, Emgesa incrementó su deuda en \$646.760 millones, lo cual le permitirá hacer frente a los requerimientos de inversión de Quimbo (cerca de \$588.951 millones para el 2011).

Gracias a la fortaleza de su generación de caja y a la existencia de un acuerdo de accionistas en el que se contempla el compromiso de éstos a votar favorablemente para que la compañía distribuya todas las utilidades y participaciones que sea posible distribuir durante cada ejercicio; históricamente, Emgesa ha repartido cerca del 100% de su utilidad neta distribuable, ratio que si bien es considerado elevado, es manejable para la compañía.

A marzo 2011 y considerando el EBITDA de los últimos doce meses, el apalancamiento - medido por la relación Deuda Financiera / EBITDA- fue de 2,1 veces (x) y el ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA alcanzó las 1,6x, niveles que se encuentran dentro de lo esperado por Fitch para la compañía. En el mediano plazo, el apalancamiento de Emgesa debería incrementarse un poco más en la medida que se vaya avanzando con la construcción de Quimbo. Según estimaciones de Fitch, la deuda adicional que tomaría Emgesa no impactaría significativamente en su perfil crediticio actual.

## Perfil

Emgesa fue constituida en 1997 para administrar el negocio de generación y comercialización 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 el Grupo Endesa sea el controlador de la compañía. Endesa a su vez, es propiedad de la compañía eléctrica italiana Enel, quien posee el 92% de las acciones de Endesa.

## Operaciones

Emgesa es la segunda generadora de energía de Colombia (con el 20% de la generación eléctrica del país en el 2010) y una de las más importantes en términos de potencia instalada (20% de la capacidad instalada del sistema nacional). Cuenta con importantes activos generadores que presentan una relativa complementariedad hidrológica entre sí, ya que se encuentran localizados geográficamente en regiones con condiciones climáticas diferentes, lo que les permite mitigar de cierta forma el riesgo hidrológico del negocio. Del total de su capacidad instalada, el 85% proviene de plantas de generación hidráulica y el 15% de térmicas.

La principal planta generadora de Emgesa es Guavio con 1.213 MW de capacidad instalada. Durante 2010, Guavio generó cerca del 38,1% de la generación total de la empresa, seguida de Pagua (601 MW de capacidad total entre sus dos unidades) con el 32,9% de la generación de la compañía. Betania es otra de las centrales hidroeléctricas más importantes de Emgesa con 541 MW de capacidad, esta central está localizada en el departamento del Huila, aguas abajo del proyecto El Quimbo.

### Estadísticas Operativas

	2010	2009
Capacidad de Generación (MW)	2.914	2.895
% Hidro	84,8%	85,6%
% Fuel Oil & Carbón	15,2%	14,4%
Producción (GWh)	11.305	12.660
% Hidro	90,9%	92,3%
% Termo	9,1%	7,7%
Ventas (GWh)	14.817	16.807
Clientes Regulados (% ventas)	56,3%	56,0%
Clientes No Regulados (% ventas)	17,6%	15,0%
Ventas Bolsa y AGC (% ventas)	26,1%	28,8%

Fuente: Emgesa

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 está estimada en aproximadamente US\$ 837 millones (en cifras constantes de enero de 2010), los cuales Emgesa espera financiar en un 20% con recursos propios y un 80% con deuda. 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. En septiembre de 2010, fueron otorgadas las autorizaciones corporativas para el desarrollo del proyecto y a partir de entonces se iniciaron los trabajos de construcción.

## 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 un cupo de papeles comerciales de hasta \$600.000 millones, del cual ha utilizado a la fecha \$70.000 millones de una primera emisión realizada en noviembre de 2010.

#### **Tercera Emisión Bonos Ordinarios**

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

#### **Bonos Betania**

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

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

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

## Resumen Financiero - Emgesa S.A. ESP.

(Cifras en COL\$ millones)

	12m Mar. 11	dic-10	dic-09	dic-08	dic-07	dic-06	dic-05
<b>Rentabilidad (%)</b>							
EBITDA Operativo LTM	1.206.305	1.109.126	1.106.050	925.152	792277,4	587.160	578.339
Margen de EBITDA (%) LTM	64,2%	58,8%	57,3%	61,2%	59,7%	55,9%	58%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	9,9%	11,8%	10,5%	11,1%	10,6%	9,2%	9%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	-43,9%	-8,7%	9,6%	7,6%	-13,2%	22,4%	9%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	12,1%	10,3%	9,2%	8,0%	7,7%	5,9%	5%
<b>Coberturas (x)</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	5,1	5,9	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	8,0	8,0	5,7	5,3	5,0	8,2	7,9
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	2,4	2,2	2,6	1,4	2,7	2,2	2,1
FGO / Cargos Fijos LTM	5,1	5,9	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6
FCL / Servicio de Deuda LTM	(1,4)	(0,1)	0,9	0,4	(0,1)	1,2	0,6
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	(0,2)	0,6	2,4	1,1	0,2	1,9	0,7
FCO / Inversiones de Capital LTM	1,2	5,2	8,9	8,8	2,9	5,5	16,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	3,4	2,1	2,3	2,0	2,1	1,5	1,5
Deuda Total / EBITDA Operativo LTM	2,1	1,6	1,7	1,8	2,0	1,3	1,3
Deuda Neta Total / EBITDA Operativo LTM	1,6	1,3	1,1	1,3	1,9	1,0	1,2
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	6,7%	7,7%	11,1%	10,9%	13,5%	9,7%	9,7%
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	14,2%	20,6%	12,4%	31,2%	8,4%	25,6%	27,5%
<b>Balance</b>							
Total Activos	8.165.937	7.780.872	8.183.218	8.048.644	7.656.375	6.025.409	5.684.213
Caja e Inversiones Corrientes	560.115	306.803	648.784	472.115	82.751	195.140	30.384
Deuda Corto Plazo	351.857	361.152	230.335	509.615	132.563	194.269	198.979
Deuda Largo Plazo	2.126.769	1.390.009	1.630.009	1.125.009	1.442.482	566.045	524.958
Deuda Total	2.478.626	1.751.162	1.860.344	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937
Total Patrimonio	4.941.400	5.132.680	5.942.980	5.769.768	5.645.817	4.902.063	4.702.672
Total Capital Ajustado	7.420.026	6.883.841	7.803.324	7.404.392	7.220.862	5.662.377	5.426.609
<b>Flujo de Caja (LTM)</b>							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	591.928	676.735	626.538	643.896	608.989	446.777	412.913
Variación del Capital de Trabajo	(397.156)	(18.923)	42.454	22.838	(287.131)	(11.931)	(115.595)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	194.772	657.811	668.992	666.734	321.858	434.846	297.318
Inversiones de Capital	(167.476)	(126.626)	(74.879)	(75.398)	(109.270)	(79.516)	(18.475)
Dividendos	(851.407)	(696.083)	(408.879)	(476.477)	(388.248)	(119.985)	(188.425)
Flujo de Caja Libre (FCL)	(824.111)	(164.898)	185.235	114.859	(175.661)	235.346	90.418
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	1.145.633	-	-
Otras Inversiones, Neto	-	-	(6.888)	-	(1.732.946)	-	-
Variación Neta de Deuda	1.082.561	267.695	10.794	274.505	794.601	(70.590)	(65.135)
Variación Neta del Capital	(444.778)	(444.778)	-	-	-	-	(400.000)
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	(12.468)	(12.468)	-	-	(6.857)
Variación de Caja	(186.329)	(341.981)	176.673	376.896	31.627	164.756	(381.574)
<b>Estado de Resultados (LTM)</b>							
Ventas Netas	1.877.870	1.886.779	1.929.134	1.510.712	1.326.561	1.049.512	995.412
Variación de Ventas (%)	-2,1%	-2,2%	27,7%	13,9%	26,4%	5,4%	-1,8%
EBIT Operativo	1.073.210	970.728	951.998	789.918	651.540	463.710	446.629
Intereses Financieros Brutos	143.550	138.263	193.159	174.473	158.087	71.998	73.192
Resultado Neto	636.688	571.977	538.425	454.310	405.307	283.950	251.149

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

Relación con los medios: María Alejandra Ortiz, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1310, Email: maria.ortiz@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 20 de Mayo de 2011.

Acta Número: 2160

Objeto del Comité: Revisión Anual

Definición de la Calificación: La calificación AAA(col) representa la máxima calificación asignada por Fitch Colombia S.A. en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otras emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno. Igualmente, 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 nacional.

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): Daniel Kastholm, Gláucia Calp y Natalia O'Byrne. \*Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora [www.fitchratings.com.co](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://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 PUBLICAS, 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 INFORMACION 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 © 2011 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 que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información 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 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 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. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. 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, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. 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. 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 títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.