

BONOS ORDINARIOS HOMECENTER POR \$300.000 MILLONES POR EMITIR

BRC INVESTOR SERVICES S.A. SCV	CALIFICACIÓN INICIAL
Deuda de Largo Plazo	AAA
Millones de pesos a 31/03/2012 Activos: \$1.240.214; Pasivo \$732.977; Patrimonio: \$507.237; Utilidad operacional: \$38.584; Utilidad Neta \$34.005	Historia de la calificación: Calificación inicial: Jul/2012 AAA (Triple A)

La información financiera incluida en este reporte está basada: 1) En los estados financieros auditados de 2008, 2009, 2010 y 2011 y no auditados a Marzo de 2012; 2) El Prospecto Preliminar de Información (versión del 13 de Julio de 2012) de la emisión y colocación de Bonos Ordinarios Homecenter; y 3) El concepto legal emitido por Esguerra Barrera Arriaga para la calificación de los Títulos emitidos durante 2010 por el Patrimonio Autónomo Títulos Homecenter por \$100.000 millones.

CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS:

Títulos:	Bonos Ordinarios Homecenter
Emisor:	Sodimac Colombia S. A. (En adelante Sodimac).
Monto Calificado:	\$300.000 millones.
Serie:	Se ofrecerán hasta 12 series: A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K y L.
Cantidad:	300.000 bonos.
Fecha de Emisión:	Por definir.
Fecha de Colocación:	Por definir.
Plazos:	Entre 18 meses y 20 años contados a partir de la Fecha de Emisión.
Rendimiento:	Series A y G: tasa fija E.A. Series B y H: DTF + spread pendiente por definir. Series C e I: IPC anualizado de los últimos 12 meses conocido al momento en que se inicie el respectivo periodo de causación de intereses + spread pendiente por definir. Series D y J: IPC anualizado de los últimos 12 meses conocido al momento en que finalice el respectivo periodo de causación de intereses + spread pendiente por definir. Series E y K: IBR plazo a un mes N.M.V. vigente a la fecha en la cual se inicia el respectivo periodo de causación de intereses + spread pendiente por definir. Series F y L: IBR plazo a un mes N.M.V. vigente a la fecha en la cual se finaliza el respectivo periodo de causación de intereses + spread pendiente por definir.
Periodicidad Pago de Intereses:	De acuerdo con el aviso de oferta pública (mensual, trimestral, semestral y/o anual).
Pago de Capital:	Series A, B, C, D, E y F: al vencimiento. Series G, H, I, J, K y L: al vencimiento o se podrá prepagar total o parcialmente a opción de la Entidad Emisora sólo a partir del primer año.
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores S. A.
Representante Tenedores:	Helm Fiduciaria S. A.
Agente estructurador:	Banca de Inversión Bancolombia S. A. Corporación Financiera
Agentes colocadores:	Correval S. A., Banca de Inversión Bancolombia S. A. Corporación Financiera y Valores Bancolombia S. A.

INTRODUCCION

Los recursos provenientes de la Emisión serán destinados a la sustitución de pasivos financieros de la Entidad Emisora y a financiar su plan de expansión. Se estima que

se utilizará no más de un 30% de tales dineros para el mencionado plan y el restante 70% para sustitución de pasivos financieros. Sin embargo, en caso de que sea necesario, el Emisor podría utilizar hasta el 100% de los recursos provenientes de los bonos para sustituir la deuda

de corto plazo tomada de manera temporal para financiar el plan de expansión y la deuda de largo plazo.

De acuerdo con la Estrategia Corporativa, para 2016, la Entidad pretende alcanzar ventas superiores a COP\$4 billones y llegar a tener cerca de 40 almacenes en el país¹. Para alcanzar esta meta, bajo el curso normal de los negocios, la Empresa no tiene actualmente la intención de estructurar un plan para emitir o contratar deuda respaldada por una porción significativa de sus activos durante la vigencia de la emisión de estos bonos. Cualquier cambio significativo en este último aspecto podrá tener implicaciones en la calificación aquí asignada.

1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV otorgó la **Calificación Inicial de AAA de Deuda de Largo Plazo** a los **Bonos Ordinarios Homecenter por \$300.000 millones por emitir**.

Dentro de las razones que fundamentan la calificación están:

Sodimac Colombia S. A.², emisor de los bonos, se caracteriza por el claro direccionamiento estratégico que ha mantenido durante la última década y que le ha permitido adquirir atributos diferenciadores frente a la competencia. Dentro de estas características se encuentran la política de precios bajos garantizados, un amplio portafolio de productos y servicios, una cultura enfocada al servicio al cliente y su compromiso con la sociedad y el medio ambiente.

Existen 3 factores que han sido fundamentales en el éxito de la Estrategia Corporativa implementada por el Emisor y que constituyen barreras de entrada para sus competidores: 1) Su profundo conocimiento de la dinámica de la construcción, la remodelación y el mejoramiento del hogar en el país, respaldado por la experiencia de sus principales accionistas: Organización Corona S. A. e Inversiones Falabella de Colombia S. A.; 2) El alto posicionamiento de las propuestas de valor, Homecenter y Constructor, a nivel nacional; y 3) La permanente comparación de su portafolio de productos y servicios y de sus principales indicadores de desempeño con compañías internacionales con estructuras operativas similares. Este éxito se ve reflejado en el liderazgo de

Sodimac en el sector del comercio al por mayor³, donde los ingresos operacionales de la Entidad para el 2011 representaron el 19,97% del total de las ventas nacionales, conservando una amplia diferencia respecto a la segunda empresa del sector (7,76%).

El desarrollo de la estrategia empresarial del Emisor se encuentra complementado por la actividad que desempeñan sus accionistas. La Organización Corona S. A., con sus vinculadas, es dueña del 51% de la Entidad y es un Grupo colombiano con más de 130 años de experiencia en la manufactura de loza, revestimientos, porcelana sanitaria y cerámica, grifería, y materias primas para la industria cerámica, productos que exporta a 37 países. Inversiones Falabella de Colombia S A., por su parte, cuenta con el 49% de participación accionaria del Emisor y es el vehículo a través del cual S.A.C.I. Falabella y sus filiales canalizan sus inversiones en Colombia. Dentro de dichas filiales se destaca Sodimac S. A. de Chile, la cual ha sido pionera en Latinoamérica en la implementación de los formatos de venta Homecenter y Constructor que están basados en el autoservicio de productos para satisfacer las necesidades de los sectores mencionados.

Uno de los pilares más significativos de esta estrategia lo constituye la apertura de tiendas en diferentes mercados potenciales en el país, aspecto clave en el crecimiento acelerado que ha presentado la Compañía en los últimos años y en su búsqueda de una mayor diversificación geográfica. Se destaca que la aplicación de esta política ha contado con el seguimiento y el compromiso permanente de la Alta Gerencia, aspecto que ha derivado en el cumplimiento de las metas definidas por la Junta Directiva dentro del Plan Estratégico. Entre el 2005 y marzo de 2012 la Entidad incrementó de forma significativa el número de almacenes pasando de 9 a 24, destacándose la mayor cobertura nacional que ha logrado haciendo presencia no sólo en las capitales de los principales departamentos del país sino también en municipios intermedios de Colombia, para un total de 13 ciudades.

Otro de los pilares estratégicos de Sodimac es mejorar la experiencia de compra de sus clientes. Con este objetivo, la Entidad se encuentra implementando un proceso LEAN⁴, cuyo objetivo principal es lograr una mayor eficiencia en las operaciones de la Empresa. Esto no sólo le permitirá ofrecer una destacada asesoría al usuario

¹ Numeral w del Capítulo 4. Información financiera del Prospecto de Emisión.

² De aquí en adelante entendido como Sodimac, la Compañía, la Entidad, el Emisor o la Empresa a menos que se indique lo contrario.

³ Clasificación y nombre del sector asignado por la Superintendencia de Sociedades de Colombia. Código CIIU G5141.

⁴ La filosofía detrás del proceso Lean es maximizar el valor agregado a los clientes utilizando eficientemente los recursos bajo el criterio de mejora continua.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

en las categorías que la requieren, sino que complementará el formato de autoservicio que mantiene y generará ahorros operacionales, aspectos evaluados positivamente. De esta forma, se brindará una mayor atención a las necesidades del cliente, se reducirá el tiempo invertido en operaciones logísticas y se alcanzará la optimización en el uso de los inventarios, factores que constituirían barreras de entrada para futuros competidores.

La Entidad, a diferencia de su *peer group* y otras empresas con calificación similar, ha mantenido históricamente y de forma permanente una tendencia favorable y creciente de sus ingresos, factor ponderado positivamente. Dicha tendencia se acentuó durante 2011 y el primer trimestre de 2012, periodos que mostraron aumentos del 24,31% y 20,93%, respectivamente, y que son resultado del buen comportamiento de las ventas en las tiendas existentes (las cuales crecieron un 17,46% en 2011) y la apertura de 4 almacenes nuevos en el 2011⁵.

Entre 2012 y 2015 se espera que las ventas tengan incrementos promedio anuales superiores al 10%, perspectiva que se considera realista, dada la estrategia clara y definida que el Emisor tiene para dicho periodo, los supuestos en los que estas se basan y la consistencia que ha mostrado en el cumplimiento de las metas propuestas.

Uno de los factores de riesgo de las empresas tanto del sector al que Sodimac pertenece (comercio) como del mercado que atiende (construcción) es la sensibilidad de sus ingresos a períodos económicos contractivos. Si bien la Compañía no está exenta de este riesgo, ha logrado mitigar su impacto gracias a la diversificación de sus ingresos derivada de su participación simultánea en las actividades de la construcción y la remodelación del hogar, característica que se mantendrá en el mediano plazo. Como se evidencia en el Gráfico No. 1, mientras que los sectores mencionados se vieron afectados negativamente por la desaceleración del crecimiento del PIB nacional durante 2008 y 2009, la Entidad logró mantener incrementos reales de sus ventas. Esta tendencia se acentuó aún más con la recuperación de la economía colombiana observada entre 2010 y 2011, la cual incrementó la demanda interna y, por ende, los ingresos de la Empresa.

Pese al aumento considerable observado en los ingresos a marzo de 2012 (20,93%), los márgenes

⁵ Los cuales fueron: Neiva, Manizales Montería y Calima.

bruto, operacional y EBITDA de la Compañía presentaron una reducción para esta fecha comparados con el primer trimestre de 2011 (pasaros de 30,38%, 7,83% y 10,35%, respectivamente, a 30,29%, 6,96% y 9,64% para 2012). Esta disminución está explicada principalmente por el incremento en los gastos de la Empresa (derivados de la implementación del proyecto Lean y del crecimiento sobresaliente de las ventas), dinámica que se espera que sea coyuntural, mostrando una recuperación en todos los indicadores a partir de 2013. Se resalta que las permanentes inversiones en tecnología, el desarrollo de proyectos tendientes a generar sinergias operacionales y la adecuada coordinación con sus proveedores nacionales para el despacho de la mercancía hacia las tiendas, son factores que han contribuido al mantenimiento de indicadores de rentabilidad superiores a los presentados por sus pares y que constituyen una de sus fortalezas.

La tendencia positiva y creciente del EBITDA de Sodimac le ha permitido cubrir holgadamente las mayores necesidades de capital de trabajo⁶ derivadas del crecimiento acelerado de su operación. Esto ha derivado en una adecuada capacidad de generar Flujos de Caja Operacionales (FCO) constantes y positivos, reflejo de la buena posición de liquidez de la Entidad y de su capacidad de pago de la emisión. Las expectativas favorables sobre las ventas y las sinergias operacionales provenientes de los proyectos que está desarrollando la Empresa permiten prever la continuidad de este comportamiento, estimando que el promedio anual de esta variable observado entre 2008 y 2011 (\$129.315 millones) podría ser duplicado entre 2012 y 2015.

El crecimiento a marzo de 2012 de los inventarios, de las cuentas por cobrar y de los anticipos a contratistas (13,10%, 82,36% y 45,21%, respectivamente) generado para soportar la expansión de la Compañía, se vio reflejado en un deterioro de la productividad del capital de trabajo⁷, la cual pasó del 11,82% durante 2011 al 12,02% para el primer trimestre de 2012. Sin embargo, es destacable el hecho que Sodimac, durante los últimos años, ha obtenido eficiencias operacionales en este sentido, lo cual se refleja en que el mayor crecimiento de las ventas logrado para 2011 (20,93%) requirió una menor

⁶ Calculado como: Inventarios + deudores + anticipos a contratistas (obras en construcción) – Cuentas por pagar asociadas a la adquisición de bienes y servicios nacionales.

⁷ Medida como Capital de Trabajo/ Ingresos Operacionales. Muestra, por cada peso de ventas de la Empresa, cuántos centavos requiere de Capital de Trabajo. Mientras más alto, menos productiva es la Compañía.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

cantidad de capital de trabajo (solo el 11,82% de las ventas) en comparación con el 2008, donde estas variables fueron, respectivamente, 14,02% y 17,73%, respectivamente.

Para el periodo 2012-2015, si bien se prevé la continuidad del comportamiento creciente observado en los deudores, los inventarios y los proveedores para apalancar las ventas, se espera, como resultado de la aplicación de la estrategia corporativa de la Compañía, obtener una mayor eficiencia en el uso del capital de trabajo de estos recursos para generar mayor flujo de caja.

Se resalta que, a diferencia de su *peer group*, el Emisor no apalanca de forma significativa su operación con sus proveedores, lo cual, junto con la optimización lograda en la administración de sus inventarios, le ha permitido mantener un ciclo de efectivo positivo y alrededor de los 30 días. En tal sentido debe destacarse la alta calidad de la cartera mantenida por la Entidad, de la cual el 93,74% tiene un vencimiento menor a 90 días (derivada del hecho que la mayor parte de sus ventas son de contado) y la baja obsolescencia de sus inventarios, factores que favorecen la liquidez de la Compañía.

Aunque Sodimac ha incrementado de forma considerable su capacidad de generar recursos propios (evidenciado en el aumento del FCO, que pasó de \$71.700 millones en 2008 a \$152.329 millones para 2011), las necesidades de CAPEX derivadas del agresivo Plan de Expansión incorporado dentro de su estrategia no permiten que la Entidad genere Flujos de Caja Libres (FCL) positivos, como se ha evidenciado desde 2010. Se espera que la totalidad del FCO continúe financiando dichas necesidades en un 70% aproximadamente hasta el 2015, año a partir del cual se estima que las tiendas construidas alcancen la etapa de maduración de ventas y los requerimientos de CAPEX se reduzcan, aspectos que se verán reflejados en incrementos en el FCO y el FCL, respectivamente. Pese a que, a marzo de 2012, el FCO del Emisor aumentó un 149,41% respecto al mismo periodo del 2011 (pasando de \$18.447 millones a \$46.009 millones), las necesidades de CAPEX fueron superiores (\$62.939 millones) y dieron como resultado un FCL negativo de \$16.930 millones.

La financiación del CAPEX de Sodimac implicó un incremento del 40,89% del total de las obligaciones financieras para marzo de 2012, concentrado en créditos de corto plazo (los cuales aumentaron un 256,33%). Si bien esto es resultado de la estrategia de la Compañía de aprovechar las mejores

condiciones ofrecidas por el mercado para préstamos con vencimiento inferior a 1 año, la Calificadora realizará seguimiento a la conveniencia de la misma frente a cambios adversos de dichas condiciones. En este punto debe aclararse que la Entidad cuenta con un cupo abierto con la banca comercial por \$180.000 millones hasta octubre de 2012 con condiciones financieras en firme, el cual sirve como respaldo frente a eventuales restricciones de liquidez del mercado que puedan presentarse durante 2012.

A marzo de 2012 el 77,96% de las obligaciones⁸ de la Entidad se encuentra en pesos colombianos y el 22,04% restante en dólares. De los préstamos locales se destaca que existe una alta concentración de vencimientos para 2012, resultado de la política de financiación explicada anteriormente. A la fecha de corte de esta revisión, la Compañía cuenta con un crédito con la IFC⁹, cuyo saldo era de \$79.189 millones y equivalía al 22,98% del total de la deuda. Si bien, contractualmente, la Empresa está obligada a cumplir algunos *covenants*¹⁰ durante la vigencia de este empréstito, se resalta que el mismo no tiene ninguna prioridad de pago sobre las demás obligaciones de la Entidad ni cuenta con garantías reales.

Debe aclararse que Sodimac actúa como Originador de una titularización de contenido crediticio¹¹ que se encuentra en el mercado de capitales por valor de \$100.000 millones con vencimiento en el 2019. Si bien la Entidad no es directamente el emisor de esta obligación, por actuar como fuente de pago de la misma la registra como un pasivo de la Compañía, razón por la cual este compromiso fue incluido dentro de los cálculos de endeudamiento total presentados en este documento.

Entre 2012 y 2015 se prevé un incremento considerable del nivel de endeudamiento para financiar el CAPEX requerido por el Plan Estratégico, especialmente el relacionado con la construcción de nuevos almacenes. Aunque la alta generación de recursos propios que caracteriza la operación de la Empresa le ha permitido financiar

⁸ Incluye la deuda financiera y el pasivo asociado a la titularización.

⁹ La International Finance Corporation es una entidad adscrita al Banco Mundial cuya misión es fomentar la inversión sostenible del sector privado en los países en desarrollo, ayudar a la reducción de la pobreza y mejorar la calidad de vida de su población. Actualmente cuenta con una calificación AAA, asignada por Moody's Investors Services en diciembre de 2011.

¹⁰ Los cuales son: i) Relación Corriente; ii) Relación Pasivos / Activos Tangibles; iii) Relación Deuda / Ebitda y iv) Indicador cobertura del servicio de la deuda.

¹¹ Durante 2010 la Compañía cedió la propiedad del Complejo Inmobiliario de la Calle 80 y la tienda de San Juan en Medellín al Patrimonio Autónomo Homecenter, emisor de la titularización. Esta cuenta con una calificación de AAA asignada en enero de 2012 por BRC Investor Services.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

parcialmente estas construcciones en años anteriores, los mayores requerimientos de inversión derivados de las aperturas demandarán un esfuerzo mayor en esta materia por parte de Sodimac. De acuerdo con las estimaciones realizadas por la Compañía, para el 2014 la deuda bruta alcanzaría más del doble del total observado a marzo de 2012 (\$344.590 millones). Esto implicaría que la participación de la deuda¹² en el total de los pasivos y el nivel de apalancamiento financiero para tal año (57,75% y 0,95 veces, respectivamente) superarían el máximo nivel histórico observado para estos ratios (47,01% y 0,76 veces, respectivamente), indicadores que estarían acordes con el Plan Estratégico del Emisor.

Parte de esta nueva deuda será adquirida a través de la emisión de bonos ordinarios por \$300.000 millones (los cuales son el objeto de esta calificación) que Sodimac espera colocar en el mercado durante el segundo semestre de 2012. De acuerdo con lo indicado en el Prospecto de Información, dicha emisión será de garantía general y contará hasta con hasta 12 series (cuyos valores y vencimientos aún no han sido definidos), las cuales tendrán diferentes formas de pago y tasas de interés. Estos últimos aspectos le permitirán a la Compañía diversificar su riesgo de mercado y le otorgarán mayor flexibilidad financiera durante la vigencia de los bonos.

Con el 30% de los recursos de esta emisión se pretende financiar el Plan de Expansión de la Entidad y con el 70% restante sustituir pasivos financieros. No obstante, todos los recursos podrían destinarse exclusivamente para la segunda opción mencionada. Esto contribuiría a que la entidad mantuviese una estructura de endeudamiento consistente con su actividad, en la que el 91% estará a largo plazo y el 9% en el corto.

De acuerdo con el concepto legal de Esguerra Barrera Arriaga y las consultas realizadas por la Calificadora a algunos abogados externos, aunque la titularización cuenta con una garantía real a diferencia de los bonos¹³, el pasivo derivado de la misma y la emisión tendrían la misma prioridad de pago en caso que la Entidad se acogiese a la Ley 1116 de 2006¹⁴ ya sea para reestructuración de pasivos o liquidación judicial de la Empresa. Las razones que explican este hecho son: 1) Sodimac actúa

¹² Incluye el pasivo de la Titularización.

¹³ En caso que Sodimac incumpla las obligaciones del contrato de arrendamiento o entre en liquidación, el Patrimonio Autónomo (quien es el emisor de los títulos) podrá disponer de los inmuebles cedidos y venderlos para cumplirle a los tenedores de los títulos. Al respecto ver la última revisión periódica Títulos Homecenter 2010.

¹⁴ Por la cual se establece el régimen de insolvencia empresarial en la República de Colombia y se dictan otras disposiciones.

como Originador y no como Emisor de la titularización por lo cual, el acreedor de la Compañía es el Patrimonio Autónomo y no los tenedores de los títulos y 2) El artículo No. 5 de la mencionada Ley establece que:

"Para los efectos de la presente ley, el juez del concurso, según lo establecido en el artículo siguiente de esta ley, tendrá las siguientes facultades y atribuciones, sin perjuicio de lo establecido en otras disposiciones:

1. Solicitar u obtener, en la forma que estime conveniente, la información que requiera para la adecuada orientación del proceso de insolvencia.

2. Ordenar las medidas pertinentes a proteger, custodiar y recuperar los bienes que integran el activo patrimonial del deudor, incluyendo la revocatoria de los actos y/o contratos efectuados en perjuicio de los acreedores, con excepción de:

... b) Los actos y contratos que tengan como objeto o por efecto la emisión de valores u otros derechos de naturaleza negociable en el mercado público de valores de Colombia." (Subrayado fuera de texto).

Al ser la emisión de bonos y la titularización parte del mercado de valores, mantendrían la misma prioridad en el caso en el que Sodimac se acogiera a los eventos determinados en la mencionada Ley.

Según la planeación estratégica actual, Sodimac no pretende emitir deuda respaldada con activos de la Entidad. Por ende, las condiciones de las futuras obligaciones que obtenga la Compañía serán objeto de permanente revisión por parte de la Calificadora con el fin de garantizar que aquellas no vayan a tener una prioridad de pago mayor a la de estos bonos, factor que impactaría la calificación asignada.

Aunque la participación de la deuda en el total de los pasivos y el nivel de apalancamiento financiero mencionados previamente son superiores a los que tienen otras empresas con similar calificación y a los históricamente evidenciados en su grupo comparable, este hecho incrementa marginalmente el riesgo de impago de sus obligaciones dado que la forma estratégica en la que serán invertidos estos recursos permite anticipar su recuperación a través de las ventas. En caso de preverse condiciones económicas adversas, Sodimac tiene la posibilidad de aplazar la construcción de los nuevos puntos de venta proyectados entre 2013 y 2015, reduciendo así el nivel de CAPEX requerido para tales años y, por consiguiente, las necesidades de caja para este propósito.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Un factor que favorece a la Compañía en este aspecto es la firma de un contrato de estabilidad jurídica pactado con el Gobierno Nacional en el 2009 y con una duración de 20 años. Según este acuerdo, existen exenciones tributarias que serán resultado de las inversiones en activos productivos que la Entidad realice durante la vigencia de este contrato. Esto permitirá generar ahorros que compensarán parcialmente estos egresos, principal objetivo que tuvo la Empresa cuando aplicó al mencionado beneficio.

Como parte del análisis de la capacidad de pago de Sodimac de las obligaciones financieras actuales y las que planea adquirir entre 2012 y 2015 (incluyendo la emisión de bonos), se sometieron a condiciones de tensión los ingresos proyectados de las tiendas que se abrirán durante este periodo, manteniendo la relación proyectada para tales años de los costos y los gastos y los egresos por intereses. Las coberturas del servicio de la deuda con el EBITDA para el periodo de análisis alcanzan un mínimo de 2,67 veces, valor acorde con la calificación asignada.

En relación con el riesgo cambiario al que está expuesta la Entidad por las importaciones de mercancía y los créditos en dólares, su mitigación se logra a través de la administración de la brecha entre activos y pasivos en moneda extranjera. En tal sentido se destaca que para el cálculo de la brecha mencionada Sodimac tiene en cuenta tanto las partidas que se registran contablemente en divisas foráneas como los valores de activos que, a pesar de no estar denominados en dólares en la contabilidad, pueden ser liquidados en el mercado en esta moneda. El manejo de esta política, mediante la contratación de derivados financieros, le permite al Emisor administrar dicha brecha por mínimo 3 trimestres.

A marzo de 2012 Sodimac tiene abiertos 16 procesos legales cuyo monto de pretensiones no implica una exposición significativa del patrimonio de la Entidad, motivo por el cual la Compañía no ha realizado ninguna provisión sobre los mismos.

2. ANÁLISIS DOFA

Fortalezas

- Sólido Plan Estratégico de mediano plazo (2012-2015).
- Experiencia en retail en Suramérica de su Administración y de sus principales accionistas.
- Diversificación de las líneas de negocio entre el sector de la construcción y la remodelación.
- Estrategia de precios bajos.

- Búsqueda continua de economías de escala.
- Conocimiento integral del negocio.
- Existencia de barreras de entrada frente a nuevos competidores.
- Capacidad para mantener capitales de trabajo superavitarios sin comprometer sus niveles de liquidez.
- Relación estable con sus proveedores.
- Generación continua de Flujos de Caja Operacionales positivos.
- Alto posicionamiento de las propuestas de valor, Homecenter y Constructor.
- Acuerdo de estabilidad jurídica con duración de 20 años.
- Flexibilidad para modificar el cronograma de inversiones para la apertura de tiendas entre 2013 y 2015 en caso de presentarse condiciones económicas adversas.

Oportunidades

- Apertura de tiendas en nuevas ciudades y bajo diferentes modalidades.
- Explotación de plataformas de crecimiento alternativas a la apertura de almacenes.
- Mayor desarrollo del canal Venta Empresa.
- Centralización de las compras no relacionadas con el *core* del negocio (administrativas).
- Disminución de aranceles para los productos importados derivado del TLC¹⁵ con Estados Unidos.
- Consolidación de su cadena de abastecimiento para lograr estándares internacionales.

Debilidades

- Alto nivel de endeudamiento y apalancamiento comparado con su *peer group*.
- Elevada concentración de vencimientos de sus créditos durante 2012, mitigada con el cupo abierto con la banca comercial hasta octubre de 2012.

Amenazas

- Disminución de márgenes ante una posible reducción de precios con la entrada de nuevos competidores.
- Cambios regulatorios y limitaciones de construcción de los ordenamientos territoriales que pueden dificultar los procesos de expansión.
- Posible contradicción entre las estrategias que plantee cada uno de los accionistas.
- Variaciones del precio de las mercancías importadas derivado del comportamiento de la tasa de cambio, mitigada a través de su política de riesgo cambiario.

¹⁵ Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos de América y Colombia firmado en octubre de 2011.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

"La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con oportunidad por la disponibilidad del cliente y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de la Calificadora.

Se aclara que la Calificadora de Riesgos no realiza funciones de Auditoría, por tanto, la Administración de la Entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe."

3. ESTRUCTURA DE LA EMISION

Durante el 2012 la Superintendencia Financiera de Colombia aprobó a Sodimac Colombia S. A. realizar una emisión de Bonos Ordinarios por valor de \$300.000 millones. El plazo de dichos bonos podrá oscilar entre 18 meses y 20 años y contar hasta con 12 series, las cuales tienen las siguientes características:

- ✚ **Serie A:** se emitirán en Pesos Colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa fija efectiva anual, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.
- ✚ **Serie B:** se emitirán en Pesos Colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la tasa de interés de los certificados de depósitos a término a 90 días (DTF), y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.
- ✚ **Serie C:** se emitirán en Pesos Colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Colombia del inicio del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.
- ✚ **Serie D:** se emitirán en Pesos Colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Colombia del final del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.
- ✚ **Serie E:** se emitirán en Pesos Colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Indicador Bancario de Referencia (IBR) del inicio del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.

- ✚ **Serie F:** se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Indicador Bancario de Referencia (IBR) del final del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.
- ✚ **Serie G:** se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa fija efectiva anual, y su capital será redimido totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los bonos de esta serie podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en el Prospecto de Información.
- ✚ **Serie H:** se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la tasa de interés de los certificados de depósitos a término (DTF) a 90 días, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los bonos de esta serie podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en el Prospecto de Información.
- ✚ **Serie I:** se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Colombia del inicio del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los bonos de esta serie podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en el Prospecto de Información.
- ✚ **Serie J:** se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Colombia del final del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los bonos de esta serie podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en el Prospecto de Información.
- ✚ **Serie K:** se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Indicador Bancario de Referencia (IBR) del inicio del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los bonos de esta serie podrán ser prepagados total o

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en el Prospecto de Información.

- ✚ **Serie L:** se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Indicador Bancario de Referencia (IBR) del final del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los bonos de esta serie podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en el Prospecto de Información.

De acuerdo con el Numeral 5 del Artículo 6.4.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, no podrán emitirse bonos con vencimientos inferiores a un (1) año, por consiguiente de el Emisor sólo podrá ejercer la posibilidad de prepago de las Series G, H, I, J, K y L después de transcurrido un (1) año contado a partir de la Fecha de Emisión. La periodicidad del pago de intereses podrá ser mensual vencida, trimestral vencida, semestral vencida o anual vencida de acuerdo con lo que se establezca en el Aviso de Oferta Pública.

4. DESCRIPCIÓN Y ESTRATEGIA DEL NEGOCIO

Sodimac Colombia S. A. es una Compañía de *retail*, cuyo objeto social es la compra, distribución, fabricación, producción, importación, exportación, transporte y comercialización de artículos, productos y servicios destinados a la construcción, decoración, remodelación, mejoramiento y dotación del hogar. Fue creada en 1994 con una participación del 65% de la Organización Corona y del 35% de Sodimac Chile. Debido a la fusión de esta última entidad con SACI Falabella, su participación fue cedida a Inversiones Falabella de Colombia S. A. y, en 2005, aumentó hasta alcanzar el 49%.

Cuadro No. 1 Composición accionaria

Accionista	Participación
Inversiones Falabella de Colombia S.A.	49,00%
Organización Corona S.A.	51%
Minecol S.A.S.	0,04%
Defina S.A.S.	0,08%
Promin S.A.S.	0,04%
TOTAL	100.0%

Fuente: Sodimac Colombia S.A.

El propósito central de la Compañía es: "Buscamos mejorar la vida de las familias, que la mayor cantidad de personas puedan acceder a la transformación de sus hogares y hacer que día a día los especialistas logren más y mejores negocios". Para ello, y con el fin de generar confianza y fidelidad en los clientes, la Estrategia Corporativa se ha

centrado en el fortalecimiento de 5 atributos: 1) Precios competitivos. 2) Surtido y servicios. 3) Marcas propias. 4) Cadena de aprovisionamiento. 5) Equipo humano.

Desde sus inicios, Sodimac ha mantenido un proceso de crecimiento acelerado y rentable basado en la construcción de tiendas en varias ciudades del país. Esta mayor cobertura, junto con los atributos anteriormente mencionados, le han permitido posicionarse como líder en el mercado que atiende y estar entre las primeras 40 empresas de Colombia¹⁶.

Con el fin de alcanzar su propósito, el Emisor ha adoptado 2 propuestas de valor presentes en los 24 almacenes que tiene la Entidad a marzo de 2012:

- ✚ **Homecenter:** mediante este formato de venta Sodimac busca mejorar la vida de las familias y lograr que la mayor cantidad de personas puedan acceder a la transformación de sus hogares. Para ello la Entidad cuenta con departamentos especializados en diferentes áreas del hogar (donde brinda asesoría permanente) y presta servicios de asistencia técnica y capacitación.
- ✚ **Constructor:** el objetivo de este formato es atender las necesidades más sofisticadas de los profesionales y especialistas de la construcción¹⁷ en todas las etapas de sus obras con el fin de que estos logren hacer más y mejores negocios. Como parte de su programa de fidelización Constructor genera un listado de precios de sus principales productos el cual se mantiene durante todo el año así como ofrece garantía de sus productos y servicios de asistencia técnica, instalación y capacitación.

Asociado a este último formato, la Compañía ha desarrollado la línea venta empresa para atender los requerimientos de productos y servicios de los clientes empresariales tales como constructores pequeños y medianos, empresas, industrias, instituciones públicas y privadas, fondos de empleados, entidades educativas, comercio, empresas de servicio, entre otros. El objetivo es brindar una atención personalizada a estas entidades, otorgando una adecuada financiación y haciendo énfasis en la oportunidad de servicio.

¹⁶ Clasificación realizada por Portafolio y publicada en mayo de 2012 "Las 1001 empresas más grandes del país durante 2011".

¹⁷ Arquitectos, ingenieros, constructores, contratistas, electricistas entre otros.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Estructura Organizacional

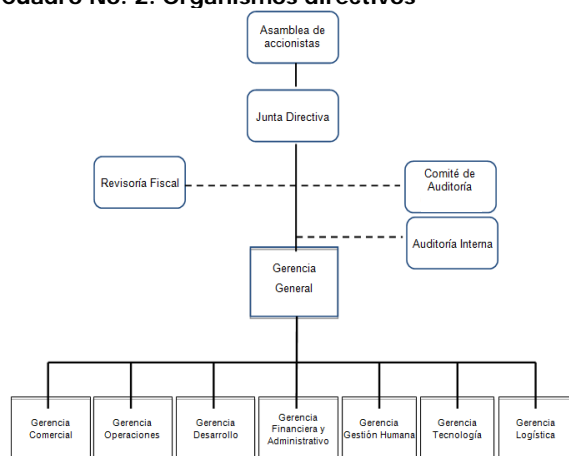
Los accionistas de Sodimac son Organización Corona S. A. (con sus vinculadas) con una participación del 51%¹⁸ e Inversiones Falabella de Colombia S. A., con el 49% restante.

Acorde con su política de dividendos, el Emisor entrega anualmente a estas entidades el 30% de la utilidad neta generada. Para 2011 este pago ascendió a \$29.847 millones, un 36,03% más de lo desembolsado durante 2010 por este concepto.

Gran parte del éxito de Sodimac radica en la experiencia y conocimiento de sus accionistas de los sectores que atiende y en el que participa: Corona, por su parte, en la manufactura y distribución de productos cerámicos y grifería e Inversiones Falabella de Colombia S. A., a través de Sodimac Chile, en el *retail* de gran variedad productos y servicios asociados a estos.

La Junta Directiva centraliza la información para la toma de decisiones, y la transmite hacia el máximo órgano rector de la estructura organizacional: la Asamblea de Accionistas (Cuadro No. 2). Dicha Junta está compuesta por 5 miembros (cada uno, con su suplente), 3 de los cuales están vinculados a la Organización Corona y 2 que son independientes. Se reúne de forma ordinaria 6 veces al año, o cuando sea citada de manera extraordinaria.

Cuadro No. 2. Organismos directivos



Fuente: Sodimac Colombia S. A.

La Compañía cuenta con varios mecanismos de control interno entre los que se cuentan: el Comité Directivo, el Comité de Auditoría, el Comité de Inversiones, el Código

¹⁸ Por su carácter de Por su carácter de filial, Sodimac hace parte de la estructura societaria de la Organización Corona S. A.

de Ética y Conducta, el Manual de Proveedores y la Gerencia de Contraloría. La Revisoría Fiscal es ejercida por Ernst & Young Audit Ltda.

A marzo de 2012, Sodimac cuenta con 6.029 empleados, de los cuales el 88,26% (5.321) están vinculados directamente a la Empresa, el 4,46% son aprendices del Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA) y el 7,28% son temporales. El alto número de temporales registrados en esta fecha se aduce a la Temporada Casa y a la apertura de los almacenes de Manizales y Cedritos; estas personas pueden ser contratadas directamente con la Entidad dependiendo de su evaluación de desempeño luego de 6 meses de labores como temporales.

5. EL SECTOR DEL COMERCIO AL POR MAYOR Y EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

De acuerdo con la clasificación realizada por la Superintendencia de Sociedades, Sodimac pertenece al sector del comercio al por mayor de grandes superficies (*retail*). Si bien la alta heterogeneidad de las empresas que componen dicho sector y la inexistencia de entidades que brinden el mismo portafolio de productos y servicios que el Emisor dificulta su comparación con otras compañías, es destacable la significativa participación en el total de ventas de este sector que la Entidad ha mantenido históricamente, la cual para 2011 alcanzó el 19,60%, hecho que refleja su alto posicionamiento en el mercado

El sector de la construcción, el cual jalona la demanda de la Empresa, ha presentado un alto dinamismo durante la última década, derivado de la mayor estabilidad económica del país, la habilitación de suelos urbanos para la construcción y la mayor inversión social por parte del Gobierno en obras civiles y viviendas VIS¹⁹. Esto se ve reflejado tanto en el incremento de su participación dentro del PIB nacional (la cual pasó del 4,54% en el 2001 al 6,08% para 2011²⁰) como en el aumento del total de metros licenciados para edificación, cuyo crecimiento entre 2001 y 2011 fue del 175,37%²¹.

Se destaca que tanto el sector del comercio al por menor como el de la construcción se encuentran correlacionados de forma positiva con los ciclos de la economía colombiana. Si bien este aspecto se refleja en el comportamiento de los ingresos del Calificado, este ha logrado mitigarlo con la dinamización de nuevas plataformas de crecimiento y a través de su participación

¹⁹ Vivienda de Interés Social, destinada a las personas que devengan menos de 4 salarios mínimos legales y que es subsidiada por el Gobierno.

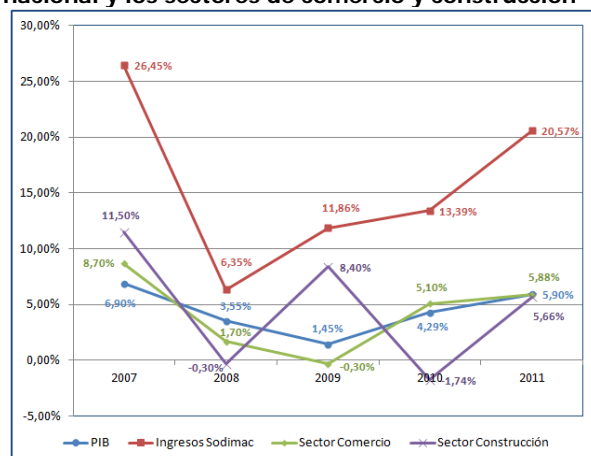
²⁰ Fuente: Departamento Nacional de Estadística DANE. Datos preliminares para 2011.

²¹ Fuente: Cámara de Comercio de la Construcción CAMACOL.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

tanto en las actividades de remodelación como en las de construcción. Esto se evidencia en el Gráfico No. 1 donde se observa que, durante el periodo de recesión presentado entre 2008 y 2009, la Compañía logró mantener un crecimiento de sus ingresos muy superior al observado en los sectores mencionados.

Gráfico No. 1. Crecimiento real de los ingresos de Sodimac y variación porcentual anual del PIB nacional y los sectores de comercio y construcción



Fuente: DANE, Sodimac Colombia S. A.

6. DESEMPEÑO FINANCIERO DEL EMISOR

Rentabilidad

La consistencia de la Estrategia Corporativa de Sodimac, la cual cuenta con herramientas que le han permitido a la Compañía incrementar significativamente sus ingresos y obtener ahorros en sus gastos operacionales, ha contribuido al mantenimiento de la dinámica favorable observada en los indicadores de rentabilidad en los últimos años (ver evolución del margen operacional, Gráfico No. 2). Esto se refleja tanto en el EBITDA como en la utilidad neta generada por la Entidad, las cuales pasaron de \$103.038 millones y \$41.876 millones en 2008, respectivamente, a \$205.405 millones y \$99.491 millones para 2011.

A marzo de 2012, las ventas aumentaron un 20,93%, valor que supera la tasa de crecimiento histórica tanto de la Compañía (17,19%) como la observada para el grupo comparable entre 2008 y 2011 (15,03%). Por formato de venta, Constructor tuvo la menor participación en el total de ingresos en comparación con Homecenter (21,12% versus 78,88%); no obstante, dicha participación ha mostrado un incremento desde el 2008 (cuando alcanzaba

el 16,60%), la cual se espera varíe positivamente en los próximos años por el desarrollo del canal Venta Empresa.

Los costos de ventas y los gastos operacionales para el primer trimestre de 2012 presentaron crecimientos superiores al observado en los ingresos (21,10% y 25,09%, respectivamente), explicados por: 1) Los mayores esfuerzos a nivel logístico que ha tenido que realizar la Entidad para apalancar el aumento de sus ventas. 2) Los gastos preoperativos de las nuevas tiendas y 3) El incremento de los gastos de personal (aducido al mayor número de tiendas existente) el cual representa el 8,06% de los egresos operacionales y tuvo una variación positiva del 23,23%.

Si bien estos factores conllevaron a que los márgenes bruto, operacional y EBITDA de la Compañía para marzo de 2012 (30,29%, 6,96% y 9,64%, respectivamente) mostrasen una reducción en relación con los observados en 2011 (30,55%, 7,10% y 10,22%, respectivamente), es ponderado positivamente el incremento que estos ratios han presentado desde 2008 (ver Anexo No. 4).

De igual forma, se destaca los mayores indicadores de ROA²² y ROE²³ que la Entidad presenta frente a su *peer group* y que reflejan la mayor eficiencia obtenida en el uso de sus recursos: mientras que para 2011 Sodimac obtuvo ratios del 8,12% y 19,64%, respectivamente, su grupo comparable solo alcanzó valores del 4,15% y 5,59%.

Aunque para 2012 se prevé el mantenimiento de la tendencia en la rentabilidad observada a marzo de 2012, el incremento esperado en ventas entre 2013 y 2015 (superior al 10% promedio anual) y los proyectos tendientes a generar ahorros operacionales serán claves para que los márgenes de la Entidad se recuperen y superen el máximo histórico observado (que ha sido en el 2011) al finalizar este periodo.

Liquidez y Capital de Trabajo

Debido al tipo de negocio que ejecuta (comercialización), los inventarios constituyen uno de los componentes más importantes del capital de trabajo de la Empresa. Dicho rubro ha representado, en promedio, el 31,90% del total de los activos entre 2007 y 2011 y aumentó un 13,10% durante el primer trimestre de 2012, crecimiento menor al observado en las ventas. Este hecho refleja la gestión más eficaz de esta variable lograda por Sodimac, la cual permitió una reducción de la rotación de los inventarios de 99,64 días a 81,44 días.

El otro rubro más representativo del capital de trabajo son las cuentas por pagar a proveedores, las cuales

²² Return on Assets.

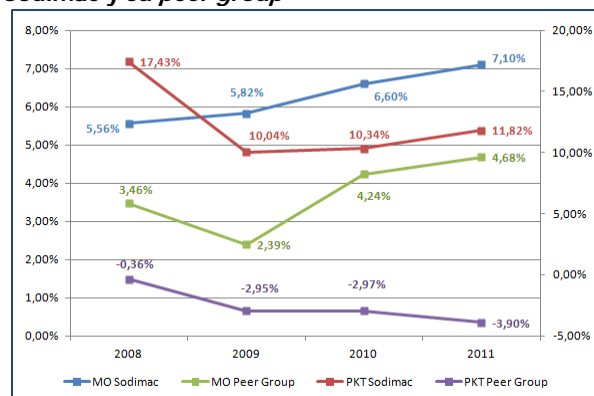
²³ Return on Equity.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

ascendieron al 15,40% del total de activos para marzo de 2012 y crecieron un 9,39%. Dado que los productos comercializados por Sodimac son no perecederos y una de las políticas aplicadas por el Emisor es el mantener una adecuada relación de largo plazo con sus proveedores, el apalancamiento de su operación con esta cuenta por pagar es mucho menor que el observado en su grupo comparable: mientras que entre 2008 y 2011 la rotación de proveedores del *peer group* fue de 71,20 días en promedio, la de la Compañía sólo alcanzó un promedio de 57,14 días para el mismo periodo.

Pese al buen comportamiento de los inventarios y de las cuentas por pagar a proveedores, el incremento del 82,36% observado en la cartera generó un deterioro en la Productividad del Capital de Trabajo (PKT), al pasar del 11,82% para 2011 al 12,02% a marzo de 2012. No obstante, se espera que los proyectos que está implementando la Entidad a nivel logístico permitan obtener mayores eficiencias en el manejo de estas variables, de forma que en el mediano plazo se requieran menos recursos para soportar un mayor crecimiento en las ventas. Adicionalmente, se destaca que el Emisor ha mantenido en su historia una PKT positiva y considerablemente mayor que la de su grupo comparable (Gráfico No. 2), factor que ha contribuido a la consolidación de su posición de líder en el mercado.

Gráfico No. 2. Margen operacional y PKT de Sodimac y su *peer group*



Fuente: Sodimac; Superintendencia de Sociedades.
Cálculos: BRC Investor Services.

La alta capacidad de generación de recursos con la que cuenta Sodimac le ha permitido cubrir de forma holgada los mayores requerimientos de Capital de Trabajo y lograr FCO crecientes y positivos. A mediano plazo (2012-2015), la Entidad prevé la continuidad de esta dinámica positiva, proyección que se considera viable dada la consistencia en la consecución de las metas propuestas demostrada por la

Alta Gerencia y el estudio minucioso en el que se basa la construcción de nuevas tiendas en el país.

La mayor necesidad de inversiones en CAPEX derivada del Plan Estratégico que ha tenido la Compañía desde 2010 ha conllevado a la obtención de FCL deficitarios, variable que alcanzó un mínimo de -\$30.398 millones para diciembre de 2011. Dado que este requerimiento de recursos se mantendrá entre 2012 y 2014 y estará acompañado del proceso de maduración de las tiendas inauguradas en el periodo 2010-2014, se anticipa que esta tendencia no se modifique para estos años. A partir de 2015, la menor cantidad de inversiones junto con el mejor comportamiento de los ingresos se reflejará en una reversión de esta dinámica.

Endeudamiento

Entre 2008 y marzo de 2012 los pasivos de la Compañía han representado el 60,24% del total de los activos, concentrados principalmente en el pasivo corriente (participación promedio del 66,13%). Esta situación se aduce a la estrategia implementada por la Empresa de aprovechar las mejores condiciones que le ofrece el mercado en créditos de corto plazo y al volumen de cuentas por pagar a proveedores que debe mantener para el sostenimiento de su operación.

El 59,67% del total de la deuda se encuentra indexado a tasa fija, factor que le permite moderar su exposición a cambios adversos de las tasas de interés en el mercado. Adicionalmente, si bien el 22,04% de las obligaciones aquí incluidas se encuentra en moneda extranjera, la Compañía mitiga el riesgo cambiario derivado de estas obligaciones mediante el seguimiento permanente a la brecha entre activos y pasivos en dichas monedas y el cálculo de la cobertura por posición económica²⁴, factores ponderados positivamente.

A marzo de 2012 el Emisor mantiene 2 compromisos con características especiales: 1) Crédito con la IFC con saldo \$79.189 millones y cuyos vencimientos de capital son en 2016 y 2017. Durante la vigencia de este préstamo Sodimac debe seguir 4 *covenants* relacionados con el nivel de pasivos y la capacidad de cubrir el servicio de la deuda, los cuales han sido cumplidos a cabalidad. 2) El pago de un cánón de arrendamiento y el pago de capital derivado de una titularización por \$100.000 millones con vencimiento en 2019 de la cual, si bien actúa en calidad de Originador, constituye la fuente de pago de la misma. Se destaca que esta obligación cuenta con una garantía frente

²⁴ Con este método la Compañía no sólo tiene en cuenta aquellos rubros del activo y del pasivo cuyo registro contable se realiza en divisas extranjeras sino también los que podrían ser liquidados en estas monedas en caso de ser necesario.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

a eventos de incumplimiento o bancarrota de Sodimac, la cual consiste en la venta de los activos subyacentes de la titularización que corresponden al Complejo Inmobiliario Calle 80 y la tienda de San Juan en Medellín.

Con el fin de mejorar el perfil de su deuda, prepagar el empréstito con el IFC y financiar parte de su CAPEX, la Compañía realizará una emisión de bonos por \$300.000 millones durante el segundo semestre de 2012. Como se describió en la sección No. 3, dicha emisión tendrá un plazo entre 18 meses y 20 años y contará hasta con 12 series, todas con pago al vencimiento y la mitad de ellas con posibilidad de prepago de acuerdo con una tabla de precios que el Emisor informará en su momento en el Aviso de Oferta Pública de la serie.

Se aclara que, frente a un evento de reestructuración de pasivos o bancarrota de Sodimac bajo la Ley 1116 de 2006, tanto el pasivo financiero atado a la titularización como la emisión de bonos tendrían la misma prioridad de pago. Por ende, uno de los factores a los que la Calificadora realizará seguimiento en las próximas revisiones serán las condiciones bajo las cuales el Emisor adquiera nuevas obligaciones en el futuro. Esto con el fin de corroborar el cumplimiento de la planeación estratégica actual planteada por la Compañía donde, bajo el curso normal de los negocios, la Entidad no tiene la intención de estructurar un plan para emitir o contratar deuda respaldada por una porción significativa de sus activos durante la vigencia de la emisión.

De acuerdo con lo informado en el Prospecto de Emisión, el 30% de la emisión aquí calificada será utilizado para llevar a cabo su plan de Expansión entre 2012 y 2015 y, el saldo, para modificar los plazos de sus obligaciones. Si bien el endeudamiento planeado por el Emisor se considera agresivo, la forma estratégica en la que se realizarían estas inversiones y los positivos resultados observados en las tiendas inauguradas en los últimos años permiten anticipar la recuperación de estas inversiones de forma adecuada, mitigando el riesgo de impago.

Esto se ve reflejado en los resultados obtenidos en el escenario de stress realizado por la Calificadora donde, al someter las proyecciones suministradas por Sodimac a condiciones de tensión²⁵, la cobertura del servicio de la deuda con el EBITDA entre 2012 y 2015 alcanza un mínimo de 2,67 veces, indicador que se encuentra acorde con la calificación asignada.

²⁵ Las cuales fueron: 1) Ventas de las tiendas existentes al 2010 creciendo a la mínima tasa histórica observada, 2) Ingresos de los nuevos almacenes al 50% del valor estimado por Sodimac; 3) Participación de los costos de venta en su máximo histórico respecto a los ingresos y 4) Incremento en las tasas de interés de las obligaciones financieras actuales del 100%.

7. CONTINGENCIAS

A marzo de 2012, Sodimac tenía abiertos 7 procesos laborales, 2 de responsabilidad civil extracontractual, 6 acciones populares y 1 proceso abreviado civil, para un total de 16 casos. De acuerdo con la información remitida por el área jurídica, el valor de pretensiones de aquellos casos objeto de valoración asciende a \$830 millones y su nivel de probabilidad de fallo en contra oscila entre el 25% y el 75%. Por ser valores poco significativos respecto al patrimonio de la Entidad, ninguna provisión sobre los mismos ha sido realizada a la fecha.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

8. ANEXOS

Anexo No. 1. Balance General

SODIMAC COLOMBIA S.A.		Balance General						Análisis Horizontal	
(en millones de pesos)		2008	2009	2010	2011	mar-11	mar-12	2011	mar-12
ACTIVO									
Activo Corriente									
Efectivo		18.363	19.074	30.021	47.023	14.858	25.322	56,63%	70,43%
Caja								0,00%	0,00%
Bancos y Corporaciones		18.363	19.074	30.021	47.023	14.858	25.322	56,63%	70,43%
Inversiones		3.913	29.916	32.352	2.008	23.576	3.726	-93,79%	-84,20%
Deudores		39.089	17.800	19.376	27.589	28.844	52.600	42,39%	82,36%
Cuentas por Cobrar Comercial		2.265	1.922	2.335	6.018	2.546	10.481	157,73%	311,62%
Otras Cuentas por Cobrar (incluye Rebates por cobrar)		36.825	15.878	17.041	21.571	26.298	42.119	26,59%	60,16%
Inventarios		270.289	268.568	310.004	386.377	309.180	349.689	24,64%	13,10%
Otros Activos		45.290	20.063	23.156	37.382	37.258	51.820	61,44%	39,08%
Anticipos y avances (en real incluye anticipos de proyectos - Capex)		40.670	13.591	17.629	31.231	28.838	41.877	77,16%	45,21%
Impuestos y Contribuciones		4.620	6.472	5.527	6.151	8.420	9.943	11,28%	18,09%
Total Activo Corriente		376.945	355.422	414.908	500.379	413.716	483.158	20,60%	16,78%
Inversiones		-	14.563	127.282	123.104	125.967	121.852	-3,28%	-3,27%
Inversiones patrimoniales		-	-	113.246	109.669	112.073	108.573	-3,16%	-3,12%
Invers. Admon. Liquidez Titulo Part.		-	14.563	14.036	13.435	13.894	13.279	-4,29%	-4,43%
Propiedades, Planta y Equipo		392.516	443.776	414.328	531.374	424.448	563.254	28,25%	32,70%
Terrenos		60.246	80.682	39.358	45.736	39.358	45.736	16,21%	16,21%
Construcciones en Curso		69.033	19.666	61.697	2.888	11.036	2.537	-95,32%	-77,01%
Propiedades, Planta y Equipo en Mannt		155.670	239.091	203.097	307.294	259.936	305.994	51,30%	17,72%
Activos Diferidos (Construcciones en propiedad ajena)		107.566	104.338	110.177	175.456	114.118	208.986	59,25%	83,13%
Otros Activos		18.519	20.315	57.482	70.699	58.720	71.951	22,99%	22,53%
Otros activos		73	73	73	73	73	73	0,00%	0,00%
Valorizaciones		18.446	20.242	57.409	70.626	58.647	71.878	23,02%	22,56%
Total Activo no Corriente		411.034	478.654	599.093	725.176	609.134	757.056	21,05%	24,28%
TOTAL ACTIVO		787.979	834.076	1.014.001	1.225.555	1.022.850	1.240.214	20,86%	21,25%
PASIVO									
Pasivo Corriente									
Cuentas por pagar		205.712	226.155	256.323	288.980	252.081	260.578	12,74%	3,37%
Adquisición de bienes y servicios nacionales		137.642	160.733	179.760	207.542	174.538	190.936	15,44%	9,39%
Acreedores		34.748	40.041	49.712	46.670	31.330	35.857	-6,12%	14,45%
Aportes y relaciones por pagar		2.794	2.871	3.096	3.292	3.152	3.164	6,31%	0,38%
Avances y Anticipos recibidos		18.532	4.068	2.058	7.052	2.017	3.869	242,75%	91,85%
Impuestos Contribuciones y tasas		11.997	18.451	21.677	24.424	19.102	26.752	12,68%	40,04%
Depositos Recibido de Terceros		-	-	-	-	21.942	-	0,00%	-100,00%
Obligaciones financieras C.P.		70.309	45.880	45.604	148.751	48.136	171.525	226,18%	256,33%
Obligaciones financieras C.P.		32.392	24.526	30.963	88.743	29.906	132.547	186,61%	343,21%
Cartas de Crédito		37.917	21.354	14.642	60.008	18.230	38.978	309,85%	113,81%
Obligaciones laborales		8.084	9.124	9.711	11.637	5.603	6.727	19,83%	20,07%
Otros Pasivos		2.120	6.921	8.730	10.592	10.850	14.968	21,33%	37,95%
Pasivos estimados		32.600	32.987	41.431	52.346	49.264	74.168	26,34%	50,55%
Total Pasivo Corriente		318.826	321.068	361.799	512.305	365.934	527.966	41,60%	44,28%
Pasivo no Corriente									
Obligaciones Financieras L.P.		145.774	153.132	198.240	174.649	196.439	173.065	-11,90%	-11,90%
Otras Oblig. foras		145.774	153.132	98.240	74.649	96.439	73.065	-24,01%	-24,24%
Titularización		-	-	100.000	100.000	100.000	100.000	0,00%	0,00%
Bonos		-	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%
Pasivos Estimados		38.784	35.104	33.244	31.946	33.244	31.946	-3,90%	-3,90%
Total Pasivo no Corriente		184.558	188.236	231.483	206.595	229.683	205.011	-10,75%	-10,74%
TOTAL PASIVO		503.383	509.303	593.283	718.899	595.617	732.977	21,17%	23,06%
PATRIMONIO									
Patrimonio Institucional		284.596	324.772	420.718	506.656	427.233	507.237	20,43%	18,73%
Capital Fiscal		86.750	101.750	101.750	101.750	101.750	101.750	0,00%	0,00%
Resultado del Ejercicio		41.876	44.416	73.140	99.492	27.220	34.005	36,03%	24,93%
Revalorización del Patrimonio		19.968	18.932	17.896	13.067	17.896	8.238	-26,98%	-53,96%
Superávit por valorización		18.446	20.242	57.409	70.626	58.647	71.878	23,02%	22,56%
Reservas		117.556	139.432	170.523	221.721	221.721	291.366	30,02%	31,41%
TOTAL PATRIMONIO		284.596	324.772	420.718	506.656	427.233	507.237	20,43%	18,73%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		787.979	834.076	1.014.001	1.225.555	1.022.850	1.240.214	20,86%	21,25%

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Anexo No. 2. Estado de Resultados.

SODIMAC COLOMBIA S.A. Estado de Resultados (en millones de pesos)	Históricos						Análisis Horizontal	
	2008	2009	2010	2011	mar-11	mar-12	2011	mar-12
INGRESOS OPERACIONALES	1.218.340	1.387.211	1.616.897	2.009.976	458.362	554.301	24,31%	20,93%
Venta de Servicio	1.218.340	1.387.211	1.616.897	2.009.976	458.362	554.301	24,31%	20,93%
Facturación Nacional	1.218.340	1.387.211	1.616.897	2.009.976	458.362	554.301	24,31%	20,93%
COSTO DE VENTA DE SERVICIOS	856.755	965.614	1.130.175	1.395.981	319.097	386.429	23,52%	21,10%
Productos mercado Nacional	892.238	1.010.012	1.180.120	1.470.097	333.857	408.366	24,57%	22,32%
Otros ingresos operacionales	(35.484)	(44.397)	(49.946)	(74.116)	(14.760)	(21.937)	48,39%	48,62%
UTILIDAD BRUTA	361.585	421.597	486.722	613.996	139.265	167.872	26,15%	20,54%
GASTOS OPERACIONALES	293.825	340.838	379.942	471.310	103.360	129.288	24,05%	25,09%
De Administración	40.307	42.563	49.916	62.877	13.410	15.331	25,97%	14,33%
Sueldos y Salarios Generales	25.803	27.653	32.589	42.220	9.045	10.643	29,56%	17,67%
	14.503	14.911	17.327	20.657	4.365	4.689	19,22%	7,42%
De Ventas	211.197	247.546	283.217	338.516	77.709	91.409	19,53%	17,63%
Sueldos y Salarios Generales	65.959	75.061	81.188	102.548	23.486	28.843	26,31%	22,81%
Impuestos, Contribuciones y Tasas	145.238	172.485	202.029	235.968	54.223	62.566	16,80%	15,39%
De Logística	16.905	16.199	13.969	26.264	4.184	10.106	88,01%	141,56%
Sueldos y Salarios Generales	1.055	2.475	3.941	6.083	1.197	2.079	54,38%	73,66%
	15.850	13.724	10.029	20.181	2.986	8.027	101,23%	168,77%
Provisiones, Agotamiento, D&A	25.417	34.530	32.840	43.653	8.058	12.442	32,92%	54,41%
Depreciación	25.417	34.530	32.840	43.653	8.058	12.442	32,92%	54,41%
UTILIDAD OPERACIONAL	67.760	80.759	106.780	142.685	35.905	38.584	33,63%	7,46%
Otros Ingresos	39.930	23.678	21.522	26.148	5.631	8.115	21,49%	44,12%
Financieros	2.597	1.224	2.756	2.248	550	478	-18,46%	-13,00%
Otros Ingresos	37.333	22.454	18.766	23.900	5.081	7.636	27,36%	50,30%
Otros Egresos	51.799	44.025	31.256	38.248	8.741	4.080	22,37%	-53,32%
Intereses	20.114	26.407	17.364	14.740	3.538	3.599	-15,11%	1,72%
Comisiones	3.475	3.290	3.353	3.021	727	1.057	-9,91%	45,37%
Ajuste por Diferencia en Cambio	2.633	4.549	(1.028)	3.351	45	(4.568)	-425,92%	-10182,01%
Otros Gastos Ordinarios	24.936	9.180	10.906	15.984	3.763	2.468	46,57%	-34,40%
Ajustes de Ejercicios Anteriores	642	599	661	1.152	668	1.525	74,26%	128,13%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	55.890	60.412	97.046	130.585	32.795	42.618	34,56%	29,95%
Impuesto	14.014	15.996	23.906	31.094	5.575	8.612	30,07%	54,48%
UTILIDAD NETA	41.876	44.416	73.140	99.491	27.220	34.005	36,03%	24,93%
EBITDA	103.038	124.405	151.810	205.405	47.427	53.456	35,30%	12,71%

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Anexo No. 3. Flujo de Caja.

SODIMAC COLOMBIA S.A.						
Flujo de Caja						
(en millones de pesos)						
	2008	2009	2010	2011	mar-11	mar-12
Flujo Operacional						
Ingresos Operacionales	1.218.340	1.387.211	1.616.897	2.009.976	458.362	554.301
Total Costos	856.755	965.614	1.130.175	1.395.981	319.097	386.429
Total Gastos Operacionales	293.825	340.838	379.942	471.310	103.360	129.288
Utilidad Operacional	67.760	80.759	106.780	142.685	35.905	38.584
% Utilidad Operacional	5,56%	5,82%	6,60%	7,10%	7,83%	6,96%
Ajustes Operativos	9.861	9.116	12.190	19.068	3.464	2.430
Depreciaciones y Amortizaciones	25.417	34.530	32.840	43.653	8.058	12.442
Provisiones						
EBITDA	103.038	124.405	151.810	205.405	47.427	53.456
Impuesto de Renta	-14.014	-15.996	-23.906	-31.094	-5.575	-8.612
Flujo de Caja Bruto	89.024	108.409	127.904	174.312	41.852	44.843
Var. Cartera Neta (aumenta)	-20.342	21.268	-1.721	-8.117	-9.409	-24.430
Var. Total Inventarios (aumenta)	-50.084	1.721	-41.437	-76.349	825	36.680
Var. Total Proveedores (disminuyen)	30.294	14.885	29.846	32.182	-7.855	-5.206
Var. Otros (requerimiento)	22.808	33.125	-768	30.300	-6.966	-5.879
Inversión en Capital de Trabajo (Aumento)	-17.324	70.999	-14.079	-21.983	-23.405	1.165
FLUJO DE CAJA LIBRE ANTES DE CAPEX	71.700	179.408	113.824	152.329	18.447	46.009
Inversión en Activos Fijos	-121.211	-128.328	-121.933	-182.726	-32.812	-62.939
Intangibles						
FLUJO DE CAJA LIBRE	-49.511	51.080	-8.109	-30.398	-14.365	-16.930
Flujo No Operacional						
Gastos Financieros Netos Pagados	-17.517	-24.997	-14.608	-12.492	-2.959	-3.081
Dividendos Recibidos (Pagados)	-12.676	-20.000	-13.325	-21.942	-	-29.848
Inversiones Permanentes	119	-14.563	-112.720	4.179	1.316	-
Otros Ingresos (Egresos) Netos	15.168	11.740	91.763	-25.481	-950	8.563
EGRESOS NO OPERATIVOS	-14.906	-47.820	-48.890	-55.737	-2.593	-24.366
VARIACION DE OBLIGACIONES NETAS						
Movimiento Bonos						
Movimiento Obligaciones Financieras	-17.062	-17.070	-55.169	79.555	730	21.190
Movimiento Obligaciones Bonos						
Diferencia en cambio, otros	78.136	40.524	118.078	710	-240	122
Dism (Aumento) Efectivo e Inv. Temporales						
Flujo de Caja No Operacional	46.168	-24.366	14.019	24.528	-2.103	-3.053
Exceso o Deficit en Caja	-3.343	26.714	5.911	-5.870	-16.468	-19.983

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Anexo No. 4. Principales Indicadores Financieros.

SODIMAC COLOMBIA S.A.						
Indicadores financieros	Históricos					
	2008	2009	2010	2011	mar-11	mar-12
RENTABILIDAD						
Crecimiento en Ventas	14,02%	13,86%	16,56%	24,31%	NA	20,93%
Margen Bruto	29,68%	30,39%	30,10%	30,55%	30,38%	30,29%
Margen Operacional	5,56%	5,82%	6,60%	7,10%	7,83%	6,96%
Margen Neto	3,44%	3,20%	4,52%	4,95%	5,94%	6,13%
Margen EBITDA	8,46%	8,97%	9,39%	10,22%	10,35%	9,64%
ROA	5,31%	5,33%	7,21%	8,12%		8,57%
ROE	14,71%	13,68%	17,38%	19,64%		20,95%
LIQUIDEZ						
Relación de efectivo	5,76%	5,94%	8,30%	9,18%	4,06%	4,80%
Razón Corriente	1,18	1,11	1,15	0,98	1,13	0,92
Prueba Ácida	33,45%	27,05%	29,00%	22,25%	28,57%	25,28%
ACTIVIDAD						
Días de CxC	11,55	4,62	4,31	4,94	5,66	8,54
Días de CxP	86,44	84,31	81,65	74,52	71,10	60,69
Días de Inventario	113,57	100,13	98,75	99,64	87,20	81,44
Ciclo de efectivo	38,68	20,43	21,41	30,06	21,77	29,29
ENDEUDAMIENTO						
Pasivo Corriente / Pasivo Total	63,34%	63,04%	60,98%	71,26%	61,44%	72,03%
Apalancamiento (Pasivo / Patrimonio)	1,77	1,57	1,41	1,42	1,39	1,45
Deuda total / Pasivo Total	42,93%	39,08%	41,10%	44,99%	41,06%	47,01%
Utilidad Operacional / Intereses	3,87	3,23	7,31	11,42	12,13	12,52
Utilidad Operacional / Deuda Total	0,31	0,41	0,44	0,44	NA	0,42
EBITDA / Intereses	5,88	4,98	10,39	16,44	16,03	17,35
EBITDA / Deuda Total	0,50	0,50	0,51	0,60	NA	0,61
EBITDA / Servicio de la deuda	5,88	2,96	10,39	16,44	NA	17,35
FCL antes de CAPEX/ Servicio de la deuda	4,09	4,26	7,79	12,19	0,23	14,93
Deuda / Patrimonio	0,76	0,61	0,58	0,64	0,57	0,68
Deuda / Patrimonio - Valorizaciones	0,81	0,65	0,67	0,74	0,66	0,79

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO

Esta calificación se asigna respecto de los instrumentos de deuda con vencimientos originales mayores de un (1) año. Las calificaciones representan una evaluación de la probabilidad de un incumplimiento en el pago tanto de capital como de sus intereses. En este sentido, establece la capacidad de pago de una institución en cuanto a sus pasivos con el público, considerando la calidad de los activos, la franquicia en el mercado, sus fuentes de fondeo, así como la estabilidad de sus márgenes operativos. También considera la estructura de manejo de riesgos financieros y la calidad de la gerencia. La calificación pueden incluir un signo positivo (+) o negativo (-) dependiendo si se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior respectivamente.

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

Grados de inversión:

AAA	Indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta categoría en grados de inversión.
AA	Es la segunda mejor calificación en grados de inversión. Indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta.
A	Es la tercera mejor calificación en grados de inversión. Indica una satisfactoria capacidad de repagar capital e intereses. Las emisiones de calificación A podrían ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tantos internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.
BBB	La categoría más baja de grados de inversión. Indica una capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Las emisiones BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.

Grados de no inversión o alto riesgo

BB	Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que la probabilidad de incumplimiento es considerablemente menor que para obligaciones de calificación más baja. Sin embargo, existen considerables factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de servicios de la deuda.
B	Las emisiones calificadas con B indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento que las emisiones de mayor calificación. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses.
CCC	Las emisiones calificadas de CCC tienen una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambio adicional alguno en la situación financiera.
CC	La calificación CC se le aplica a emisiones que son subordinadas de otras obligaciones calificadas CCC y que por lo tanto contarían con menos protección.
D	Incumplimiento.
E	Sin suficiente información para calificar.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.
