

Compañía General de Electricidad S.A.

CGE

Análisis de Riesgo

Calificaciones

IDR (ML/ME)	BBB-
Nacional	
Calificación Largo Plazo	A+(cl)
Línea de Bonos N°541 (Series H y K)	A+(cl)
Línea de Bonos N°542 (Series I y J)	A+(cl)
Línea de Bonos N°469 (Series D y F)	A+(cl)
Línea de Bonos N°470 (Series E y G)	A+(cl)
Efectos de Comercio	F1+/ A+(cl)
Acciones	Nivel 2
Perspectivas	
IDR	Estable
Nacional	Estable

Resumen Financiero

(Ch\$MM)	30/06/11 12 meses	31/12/10 12 meses
Total Activos	3.815.557	3.761.892
Total Deuda		
Financiera	1.773.284	1.762.855
Ingresos	2.259.091	2.022.923
EBITDA	304.850	289.671
EBITDA (%)	13,5%	14,3%
Deuda/ EBITDA	5,8x	6,1x
EBITDA/ Intereses	3,9x	4,0x

Informes relacionados

CGE, Septiembre 2011
 Conafe, Septiembre 2011
 Trasnet, Septiembre 2011
 Empresas Emel, Septiembre 2011
 Edelmag, Noviembre 2010
 Gasco, Octubre 2010

Analistas

Ana Paula Ares
 Senior Director
 +54-11-5235-8121
Ana.ares@fitchratings.com

Rina Jarufe
 Senior Director
 +56-2-499-3311
Rina.jarufe@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Indicadores Crediticios Consolidados Débiles: Las calificaciones incorporan el continuo debilitamiento de los indicadores crediticios de la compañía, y la falta de perspectivas de mejoras significativas en el mediano plazo. El nivel de endeudamiento, medido como Deuda/Ebitda se deterioró a 5,8 veces (x) para el período de 12 meses al 30 de junio de 2011 comparado con 5,4x para el 2009, aunque muestra una leve mejora con respecto a las 6,1x alcanzadas en 2010. Este indicador incluye el efecto temporal de aumentos en necesidades de capital de trabajo de su negocio de distribución eléctrica debido a un problema de facturación.

Baja en la clasificación de las filiales eléctricas del grupo CGE: La baja en la clasificación de deuda de largo plazo de las filiales eléctricas del grupo CGE a A+(cl) desde AA-(cl), realizada por Fitch el 14 de septiembre reciente, refleja la mayor presión en la flexibilidad financiera de estas compañías debido a la deuda de la compañía holding. De acuerdo a la metodología de clasificación de matrices y subsidiarias de Fitch, el análisis del grupo está enfocado en cifras consolidadas dado que la relación entre la compañía matriz y sus subsidiarias es suficientemente fuerte tal que un deterioro en el perfil financiero de la matriz afecta la calidad crediticia de las compañías operacionales.

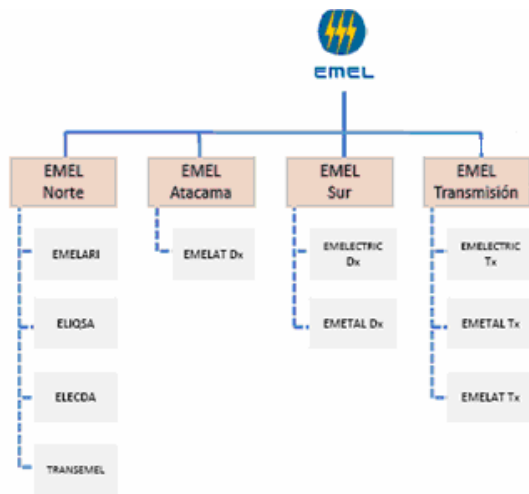
Flujo de Fondos Libre Negativo Financiado con Endeudamiento: Se espera que el Flujo de Caja Libre sea negativo durante los próximos tres a cuatro años debido a mayores inversiones, tras la construcción de la Central Nuble (proyecto de generación eléctrica que considera una central de pasada con 136 MW de capacidad) y las líneas de transmisión con una inversión de US\$280 millones. La deuda consolidada debería aumentar alrededor de \$2.000 mil millones entre 2013 y 2015 debido a que financiamiento externo será necesario para financiar el plan de expansión consolidado de CGE. Fitch espera un mayor nivel de endeudamiento en las subsidiarias operativas debido a una combinación de mayores necesidades de capital de trabajo en el segmento de distribución, la reorganización de activos en el segmento de transmisión y las proyecciones de crecimiento para el grupo. Se espera que la compañía presente un indicador Deuda/Ebitda sobre las 5,0x para los próximos tres años.

Diversificación del Portafolio de Activos / Sólido Entorno Regulatorio: CGE se beneficia de un diversificado portafolio de activos en el sector energético chileno, que opera en un marco regulatorio transparente. El segmento eléctrico representó aproximadamente el 49% del Ebitda consolidado registrado en el período de 12 meses al 30 de junio de 2011 y casi un 70% del total de dividendos recibidos por la matriz. La estabilidad de la generación de flujo de caja de CGE se sustenta por el crecimiento esperado de la demanda por electricidad en Chile, la transferencia del costo de la energía al consumidor final, y la existencia de contratos de energía con mecanismos de indexación a los costos de combustible. La construcción de la central Nuble y el potencial para los contratos con compañías mineras se espera que impacte positivamente la generación de flujo de caja de CGE. Las calificaciones también consideran la constante recuperación del negocio de gas en Chile.

Política Financiera Centralizada: CGE controla la política de dividendos de sus filiales eléctricas y depende de ellos como la principal fuente de fondos para el servicio de su propia deuda; a la vez que no existen mecanismos que limiten el flujo de caja desde la subsidiaria hacia la matriz. CGE centraliza el manejo de la tesorería del grupo (excluyendo Gasco); las compañías operativas transfieren el exceso de caja a la matriz, la que provee financiamiento a través de créditos intercompañía a sus filiales.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Una baja en la clasificación del grupo podría ocurrir si en forma sostenida el indicador Deuda / EBITDA aumenta sobre las 6,0x y el indicador de Flujo de caja operativo / gastos financieros se deteriora bajo las 3,0x, debido a adquisiciones financiadas con deuda o inversiones significativas en nuevos proyectos. Una acción de rating positiva se considera poco probable en el mediano plazo.



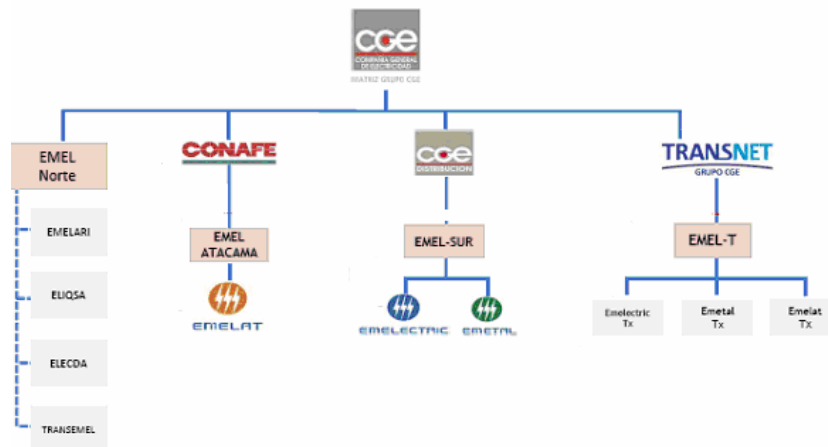
Acontecimientos Recientes

Reestructuración de Empresas Emel

En agosto de 2010, CGE anunció la reestructuración de los activos de Empresas Emel S.A. adquiridos en 2007, con el fin de lograr mayores sinergias en el grupo. De esta manera, el 24 de Marzo de 2011, se aprobó la división de Emel en cuatro sociedades anónimas, siendo una la continuadora legal, que conserva su giro, denominación, rut y personalidad jurídica, y a la vez, la que concentra los activos de subtransmisión del grupo. Las tres nuevas sociedades anónimas cerradas, que surgieron a consecuencia de la división son: Emel Norte S.A., Emel Atacama S.A. y Emel Sur S.A.

CGE se encuentra incorporando los activos de sub-transmisión de las filiales Emelat, Emelectric y Emetal a Transnet (ex CGE Transmisión). A su vez, los activos de distribución de las filiales Emelectric y Emetal fueron incorporados a CGE Distribución y los activos de distribución de la filial Emelat a Conafe. Fitch no espera un cambio relevante en el perfil crediticio consolidado de CGE tras dicha reorganización, sin embargo, se proyectan algunas reagrupaciones de deudas y/o sinergias operacionales en las filiales eléctricas del grupo.

Estructura final del grupo una vez finiquitada la reorganización:

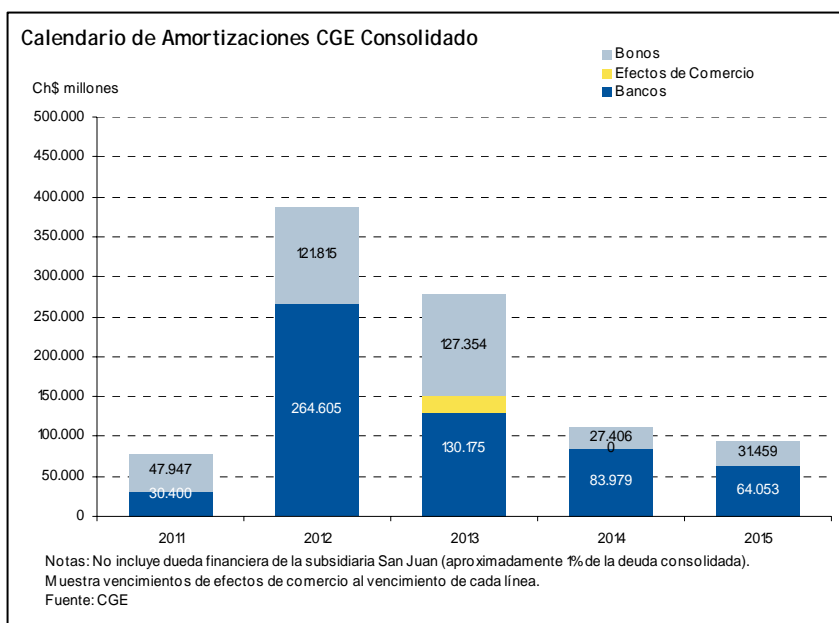


Liquidez y Estructura de deuda

CGE ha venido siguiendo una estrategia financiera con altos y crecientes niveles de deuda. Durante los últimos años, el grupo ha crecido principalmente mediante la compra de importantes activos, tales como Empresas Emel ('A+(cl)' en escala nacional por Fitch) en 2007 e Ibener en 2009. A pesar que dichas adquisiciones han sido estratégica y operacionalmente positivas para el grupo, han sido financiadas principalmente mediante deuda financiera, deteriorando sus medidas de protección crediticia a nivel consolidado.

La estrategia financiera de CGE como grupo, consiste en combinar distintas fuentes de financiamiento tales como aumentos de capital, créditos bancarios, efectos de comercio y bonos. Estas fuentes de financiamiento, se estructuran tanto en la matriz como en las filiales, por lo que las empresas del grupo presentan diferentes indicadores de endeudamiento. Por ejemplo, los niveles de endeudamiento de las filiales son en general menores a los del holding, no obstante, Fitch focaliza su análisis en las figuras consolidadas del grupo.

El grupo CGE opera a través de una tesorería centralizada que permite optimizar el manejo de los recursos financieros de corto plazo, mediante la mantención de cuentas corriente mercantiles, administrando así los excedentes o déficit que presenten sus filiales del sector electricidad y sector servicios.



A junio de 2011, la deuda financiera total consolidada alcanza los \$1.773 mil millones, por sobre los \$1.556 mil millones registrados a diciembre 2009, y en línea con la cifra de 2010 (\$1.762 mil millones). Este aumento en los niveles de deuda se explica principalmente por el problema de facturación desencadenado desde la puesta en marcha del sistema computacional a comienzos de 2010, que afectó a las filiales CGE Distribución y Conafe. El rezago en la facturación generó una fuerte caída en la recaudación y mayores necesidades de capital de trabajo, lo que se ha financiado principalmente mediante deuda financiera, y posteriormente traspasada a las filiales mediante cuenta corriente mercantil.

Para los últimos doce meses terminados en junio de 2011, CGE presenta una relación Deuda Financiera a EBITDA de 5,8x, lo que se compara negativamente con las 5,4x registradas a diciembre 2009, aunque muestra una leve mejora con respecto a las 6,1x

alcanzadas al 31 de diciembre de 2010.

Composición de la Deuda Consolidada a Junio de 2011 - en Ch\$ MM

	\$	%
CGE Holding	\$ 530.100	29.9
CGE Distribución	\$ 253.379	14.3
Transnet	\$ 109.285	6.2
Emel	\$ 50.113	3.4
Conafe	\$ 65.050	3.7
Edelmag	\$ 14.238	0.8
Gasco	\$ 462.506	26.1
Otras	\$288.613	16.3
Total	\$ 1.773.284	100

Positivamente, CGE mantiene una adecuada estructura de deuda, con un 78% del total en el largo plazo, por sobre un 94% denominada en moneda local y por sobre el 60% a tasa fija a junio 2011, en línea con sus ingresos, costos y el perfil operacional de largo plazo de la compañía, que corresponde a negocios regulados e intensivos en activos fijos.

Durante los próximos años, Fitch proyecta que CGE presente un flujo de caja libre consolidado negativo, mientras tiene su mayor nivel de vencimientos de deuda financiera por cerca de \$386 mil millones en 2012. No obstante, el calendario de amortizaciones de CGE debiera ser manejable considerando el amplio y probado acceso que el grupo tiene al mercado de deuda local. Fitch anticipa que la mayor parte de las amortizaciones de deuda sean refinanciadas en el mercado local.

Resultados Operacionales y Flujo de Caja

Durante el 2010, los ingresos por ventas de CGE a nivel consolidado se incrementaron en un 9,8%, alcanzando \$2.022 mil millones, en buena medida debido al buen desempeño de las empresas del grupo que participan en el sector gas, especialmente Metrogas, dado que la puesta en marcha del Terminal de GNL Quintero en el mes de septiembre de 2009, le permitió contar con un suministro seguro y a precios competitivos, con lo cual ha podido retomar la distribución de gas natural al mercado industrial, abastecer a la totalidad del mercado residencial y comercial, y continuar con el desarrollo del negocio. Esto, acompañado por una creciente demanda de electricidad que compensó las menores tarifas imperantes en el mercado. El primer semestre del 2011 mantiene una tendencia creciente a nivel de ingresos. El EBITDA consolidado a LTM junio de 2011 alcanzó \$304.850 millones con un margen del 13,5%.

La compañía mostró en 2010 un flujo de caja operativo (CFO) consolidado negativo por \$41.119 millones, principalmente debido a las fuertes necesidades de capital de trabajo registradas en dicho período debido a las complicaciones en la puesta en marcha de la nueva plataforma informática mencionada anteriormente. A LTM junio de 2011, el CFO

volvió a ser positivo en \$138.176 millones, si bien el flujo de caja libre se mantuvo negativo en \$60.774 millones.

En el ámbito financiero, es importante mencionar que durante 2010 CGE realizó una emisión de acciones equivalente a aproximadamente el 1,5% de su propiedad, recaudando más de US\$41 millones. Además, en junio de 2011 se concluyó un nuevo aumento de capital por un monto aproximado de US\$110 millones.

En términos de flujos recibidos de sus filiales, en 2010 CGE recibió dividendos de sus empresas relacionadas por un monto de \$57.446 millones, de los cuales el 84% provino del sector electricidad, 12% del sector gas y 4% del sector servicios y otras inversiones.

En relación a los dividendos pagados, CGE mantiene una política de dividendos agresiva, con los siguientes porcentajes de utilidad pagados en cada período:

Política de Dividendos - Dividendos Pagados	
Año	% Utilidad
2006	63,8%
2007	57,0%
2008	53,1%
2009	50,3%
2010	73,2%

Operaciones

CGE es un holding de empresas, que posee una presencia significativa en el sector electricidad, particularmente en distribución, transmisión y generación de energía eléctrica, y en el sector gas, tanto en el negocio de distribución de gas licuado como en el de gas natural.

Electricidad:

Generación Eléctrica

CGE ha centralizado sus inversiones en el sector generación de electricidad mediante su filial Enerplus. Los activos de Ibener adquiridos durante 2009 constan de dos centrales de generación hidráulica por un total de 133 MW de capacidad ubicadas en el SIC (Mampil y Peuchén). CGE también cuenta con generación de electricidad en la filial Edelmag, en la región de Magallanes, y con generación distribuida en la filial Tecnet. Adicionalmente, CGE participa indirectamente en Campanario Generación, donde Gasco posee un 20% y en la Central Newen de propiedad de Gas Sur (filial de Gasco).

La parte más significativa del plan de inversiones de CGE es la construcción del proyecto Central Ñuble, una central de pasada de 136 MW que representará una inversión cercana a los US\$280 millones. El período de construcción es entre 30 y 36 meses, el cual se espera comience a fines de 2011 / comienzos de 2012. Los activos de Central Ñuble serán propiedad directa de Enerplus, filial que Fitch espera reporte un EBITDA cercano a \$30.000 millones en 2013-2014 (incluyendo los resultados de Central Ñuble e Ibener).

Distribución de Electricidad

El sector de distribución de electricidad en Chile es el principal negocio en el que CGE participa, representando cerca del 45% del EBITDA consolidado y de los dividendos percibidos. Esto contribuye con un sólido y estable flujo de caja para CGE, gracias al consolidado marco regulatorio en el que operan las compañías de distribución en Chile, con una condición de monopolio natural en las zonas de concesión y donde los precios de la energía son totalmente traspasados al cliente final (*pass-through*).

En Argentina, mediante sus subsidiarias Ejesa (CGE mantiene un 45 %), Ejsedsa (45%), Edet (50%) y Energía San Juan (99,99%), CGE está presente en tres provincias, distribuyendo electricidad a más de 780 mil clientes. El alto riesgo político al cual están expuestas las operaciones de CGE en Argentina se ve mitigado porque los dividendos

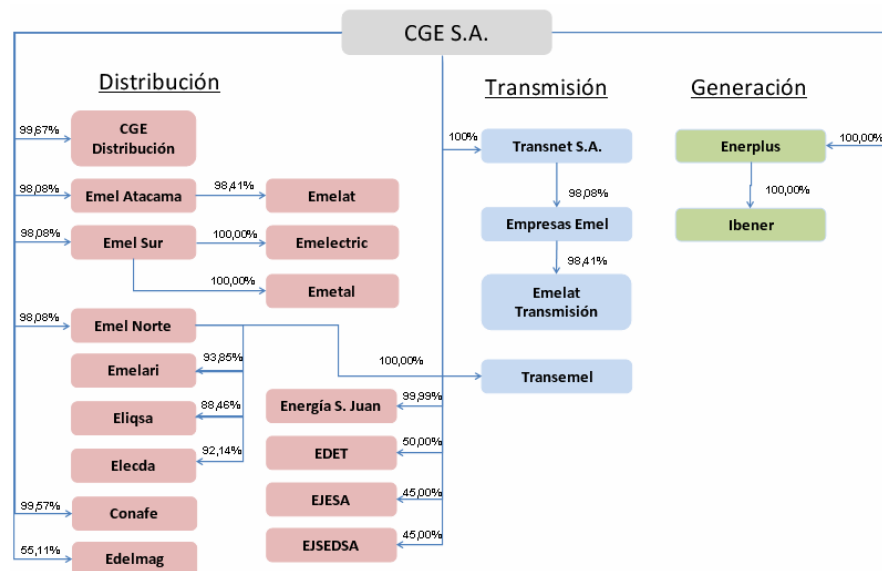
provenientes de dichas inversiones representan una porción menor en el total de dividendos recibidos por el holding.

Subtransmisión de Electricidad

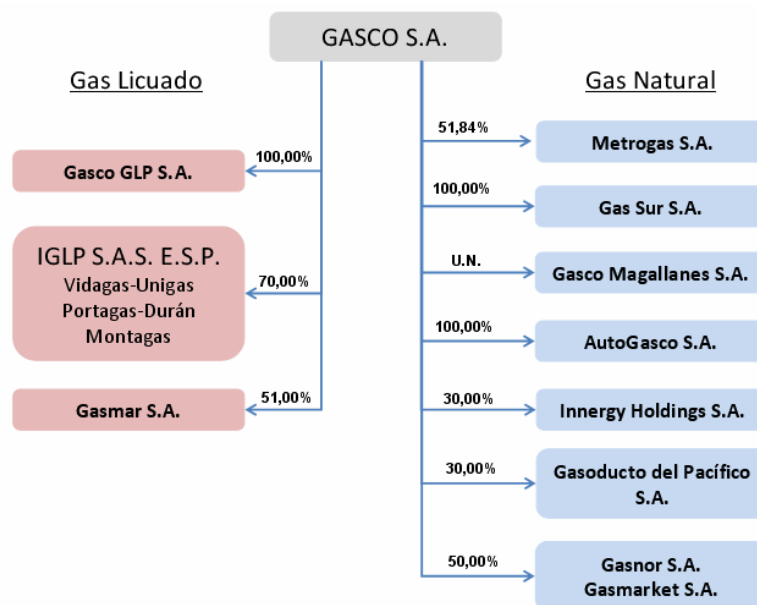
Al igual que el sector distribución, la participación de CGE en el sector transmisión contribuye con flujos de caja estables y de bajo riesgo operacional, representando aproximadamente un 18% del EBITDA consolidado.

CGE es el segundo participante en el negocio de transmisión en Chile medido por los kilómetros de líneas de transmisión. La filial Transnet (ex CGE Transmisión 'A+(cl)' por Fitch) se dedica principalmente al negocio de subtransmisión y transformación de electricidad en el SIC. La filial de subtransmisión Transemel (parte de Emel Norte) posee además importantes activos de subtransmisión en el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING).

Principales filiales del Sector Electricidad



Principales filiales del Sector Gas



Distribución de Gas

CGE es dueña de un 56,6% de Gasco, filial dedicada principalmente al negocio de distribución de gas. Gasco distribuye gas natural y gas licuado de petróleo (GLP) al mercado residencial e industrial- principalmente mediante sus filiales Metrogas y Gasco GLP, respectivamente. Adicionalmente, la unidad de negocios Gasco Magallanes comercializa GLP y gas natural en la Región de Magallanes.

Se espera que en el futuro Gasco represente entre un 15% y un 20% de los dividendos percibidos por CGE, en la medida que el negocio de gas natural vaya contribuyendo con mayores flujos operacionales. No obstante, aún en estos escenarios será el sector eléctrico el que tendrá una mayor importancia relativa en términos de flujo para el holding.

Gas Natural - Chile

Metrogas participa en la distribución de gas natural para los clientes residenciales, comerciales e industriales en la Región Metropolitana y en la VI Región. Desde que comenzaron los cortes al suministro de gas natural argentino en el año 2004, este negocio se vio fuertemente deteriorado. Junto con el menor volumen de ventas, los resultados se vieron impactados por los mayores impuestos a la exportación de gas aplicados en Argentina, por el mayor precio de producto en el punto de origen y por los altos costos asociados a la operación de las plantas de respaldo de propano aire que Metrogas tuvo que utilizar para poder hacer frente a la demanda residencial y comercial.

En Septiembre de 2009 GNL Quintero entró en operaciones tipo *fast track*, operando a plena capacidad en 2010. Esta nueva y confiable fuente de suministro de gas natural le ha permitido a Metrogas recuperar gradualmente las ventas al segmento industrial.

GLP - Chile

El negocio de gas licuado llevado a cabo por Gasco GLP, cubre una gran parte del territorio nacional, siendo uno de los tres principales distribuidores de dicho combustible, con una participación de mercado de aproximadamente 28%.

La mejoría en los volúmenes de venta del negocio de gas natural se ha visto parcialmente mitigada por una disminución en la demanda de gas licuado de petróleo (GLP) (con una caída en 2010 de aproximadamente -16,8% con respecto a 2009), cuyo consumo durante la crisis de suministro de gas natural presentó un inusual crecimiento, ya que fue uno de los principales combustibles sustitutos y de respaldo. No obstante, la madurez de este negocio determina una demanda relativamente estable y predecible, con crecimientos anuales entre 2% y 3%.

Características de los Instrumentos

Líneas de Bonos N°469 (Series D y F) y N°470 (Series E y G)

El 31 de Julio de 2006, CGE inscribió ante la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) las líneas de bonos N°469 y N°470 por un monto máximo a emitir de UF 5.000.000 y UF 4.000.000 y un plazo máximo de vencimiento de 25 y 10 años, respectivamente, para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dichas líneas.

Actualmente, las Series D y F se encuentran colocadas con cargo a la línea de bonos N°469. Con cargo a la línea N°470, se encuentra colocada la Serie E y la Serie G que se colocó el 31 de Octubre de 2007 para el financiamiento parcial de la compra de Emel. Dichas colocaciones tienen las siguientes características:

	Serie D	Serie F	Serie E	Serie G
Cargo a la Línea	N° 469	N° 469	N° 470	N° 470
Fecha Emisión	01/09/2006	15/11/2006	15/11/2006	20/10/2006
Nominal				
Monto	MM UF 3,5	MM UF 1,5	MM UF 1,1	MM UF 2,9
Tasa Interés	4,10%	3,7%	3,40%	3,5%
Carátula				
Plazo	23 años	21 años	5 años	8 años
Pago Intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Amortización	Semestral	Semestral	Al vencimiento	Semestral
Vencimiento	01/09/2029	15/11/2027	15/11/2011	20/10/2015

- Resguardos Principales:
 - Mantener un nivel de endeudamiento Pasivo Total a Patrimonio no superior a 1,8 veces, medido por (Total Pasivos Corrientes + Total Pasivos No Corrientes) / (Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora + Participaciones No Controladoras) de acuerdo a los estados financieros del emisor.
 - Mantener un patrimonio mínimo mayor o igual a UF 19 millones, medido por Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora de acuerdo a los estados financieros del emisor.
 - Mantener activos libres de gravámenes, equivalentes a lo menos a 1,2 veces el monto insoluto del total de deudas financieras no garantizadas.
 - Mantener durante la vigencia de la emisión activos en los sectores de electricidad y gas por un monto no inferior a 2,0 veces el monto del saldo insoluto de los bonos emitidos con cargo a las líneas, incluyendo entre dichos activos la partida Efectivo y Equivalentes al Efectivo.
- Garantías: Las emisiones de bonos que se realicen con cargo a las líneas de bonos no contarán con garantías específicas.

Líneas de Bonos N°541 (Serie H) y N°542 (Series I y J)

CGE inscribió el 15 de Julio de 2008 ante la SVS las líneas de bonos N°541 y N°542, por un monto fijo máximo de UF 4.000.000 y UF 6.000.0000 y un plazo máximo de vencimiento de 10 y 30 años, respectivamente, para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dichas líneas.

En Agosto de 2008, CGE colocó las series H e I con cargo a las líneas N°541 y N°542, respectivamente, y posteriormente en Enero de 2009 colocó la serie J con cargo a la línea N°542. En diciembre de 2010 se efectuó la colocación de la serie K por UF 2 millones.

Dichas colocaciones tienen las siguientes características:

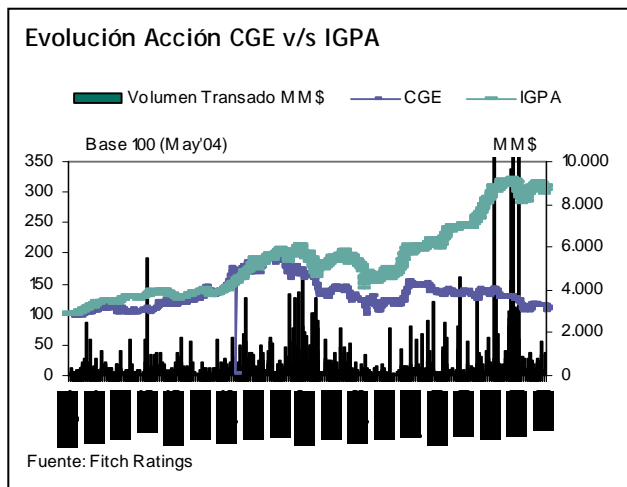
	Serie H	Serie I	Serie J	Serie K
Cargo a la línea	N° 541	N° 542	N° 542	N° 541
Monto	UF 2.000.000	UF 5.500.000	UF 500.000	UF 2.000.000
Tasa Interés Carátula	3,75%	4,65%	4,75%	4%
Plazo	5 años	21 años	20 años	21 años
Pago Intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Amortización	Al	Semestral	Al	Al

Vencimiento	Vencimiento	Vencimiento	Vencimiento
	11/08/2013	11/08/2029	12/01/2029
			Vencimiento
			2/12/2031

- Resguardos Principales:
 - Mantener un nivel de Endeudamiento Financiero Neto no superior a 1,5 veces, medido por $(\text{Total Pasivos Corrientes} + \text{Total Pasivos No Corrientes} - \text{Efectivo y Equivalentes al Efectivo}) / (\text{Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora} + \text{Participaciones No Controladoras})$ de acuerdo a los estados financieros del emisor.
 - Mantener un patrimonio mínimo mayor o igual a UF 25 millones, medido por Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora de acuerdo a los estados financieros del emisor.
 - Mantener activos libres de gravámenes, equivalentes a lo menos a 1,2 veces el monto insoluto del total de deudas financieras no garantizadas.
 - Mantener durante la vigencia de la emisión activos en los sectores de electricidad y gas por un monto no inferior a 2,0 veces el monto del saldo insoluto de los bonos emitidos con cargo a las líneas, incluyendo entre dichos activos la partida Efectivo y Equivalentes al Efectivo.
- Garantías: Las emisiones de bonos que se realicen con cargo a las líneas de bonos no contarán con garantías específicas.

Acciones

Con información bursátil al 30 de junio de 2011, la clasificación de los títulos accionarios en Primera Clase Nivel 2 se fundamenta en su relevante tamaño al considerar su patrimonio bursátil. Además, la sociedad lleva más de 80 años transando sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, con una adecuada liquidez bursátil. Sus indicadores de mercado se presentan estables y el riesgo del negocio es considerado bajo. Sin embargo, se debe considerar que la empresa cuenta con una dispersión accionaria relativamente baja, debido a que los principales accionistas son Grupo Familia Marín, Grupo Almería y Grupo Familia



Compañía General de Electricidad S.A.

Precio de Cierre (\$)	2.680,0
Rango de Precio (\$) (52 semanas)	3.441- 2.550
Capitalización Bursátil (MMUS\$) ⁽¹⁾	2.281,2
Valor Económico de los Activos (MMUS\$) ⁽²⁾	5.807,1
Liquidez	
Presencia Bursátil	99,60%
Volumen Prom. Ultimo Mes (MUS\$)	580
Volumen Prom. Ultimo Año (MUS\$)	1.562
Pertenece al IPSA	SI
Part. del IGPA (año móvil Jun'11)	0,60%
Free Float	36,88%
Rentabilidad	
Rent. Accionaria (año móvil Jun'11)	-18,29%

(1) Capitalización Bursátil = Número de Acciones * Precio de Cierre. (2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta. Tipo de cambio al 30/06/11 (US\$468,15).

Resumen Financiero – Compañía General de Electricidad S.A. (consolidado)

(Cifras en millones de pesos nominales)

Tipo de cambio al final del periodo (Ch\$ por US\$)	468,15	468,01	507,1	636,5	496,9	532,4
	Junio 2011	2010	2009	2008	2007	2006
	12 m		12 m	12 m	12 m	12 m
	IFRS	IFRS	IFRS	Chilean GAAP	Chilean GAAP	Chilean GAAP
Rentabilidad (%)						
EBITDA Operativo	304.850	289.671	289.481	261.618	236.094	218.863
Margen de EBITDA (%)	13,5	14,3	15,7	14,3	18,4	23,2
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(6,7)	(11,8)	0,7	(4,5)	1,5	0,4
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	14,4	7,7	12,1	10,4	11,2	10,9
Coberturas (x)						
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	3,9	4,0	3,6	3,8	4,2	4,6
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,6	0,7	1,0	1,1	0,8	1,5
FCF / Servicio de Deuda	(0,2)	(0,4)	0,3	(0,1)	0,2	0,4
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,2)	0,5	0,1	0,3	0,5
CFO / Inversiones de Capital	0,8	(0,3)	1,7	1,0	1,7	1,8
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)						
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	5,8	6,1	5,4	5,7	5,4	4,0
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	5,7	5,8	5,2	5,5	5,3	3,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,7	4,3	5,3	5,0	5,2	5,5
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
Balance						
Total Activos	3.815.557	3.761.892	3.408.316	3.013.526	2.578.092	1.801.513
Caja e Inversiones Corrientes	48.983	96.245	54.490	39.660	31.233	18.819
Deuda Financiera Corto Plazo	391.911	354.356	209.948	180.347	258.539	94.198
Deuda Financiera Largo Plazo	1.381.373	1.408.499	1.346.554	1.308.249	1.025.726	780.512
Deuda Financiera Total	1.773.284	1.762.855	1.556.502	1.488.596	1.284.265	874.710
Total Patrimonio	1.493.722	1.462.758	1.318.722	1.101.851	955.729	720.150
Capitalización Ajustada	3.267.006	3.225.613	2.875.224	2.590.447	2.239.994	1.594.860
Flujo de Caja						
Flujo de Caja Operativo (CFO)	138.176	(41.119)	204.027	165.312	209.398	173.798
Inversión en Activo Fijo	(169.851)	(126.170)	(121.581)	(170.321)	(120.891)	(94.829)
Dividendos	(120.221)	(72.152)	(69.919)	(77.781)	(68.994)	(75.383)
Flujo de Fondos Libre (FCF)	(151.896)	(239.441)	12.527	(82.790)	19.513	3.586
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.762	2.572	5.661	(9.845)	(343.451)	544
Otras Inversiones, Neto	24.174	31.495	(190.803)	16.037	(36.703)	(1.467)
Variación Neta de Deuda	(23.945)	159.611	128.002	87.403	233.705	(1.039)
Variación Neta del Capital	74.042	21.799	46.287	1.379	132.526	128
Otros Financiamientos, Neto	(2.970)	5.219	(683)	(2.740)	(762)	(1.096)
Variación de Caja	13.289	41.522	991	9.444	4.828	656
Estado de Resultados						
Ventas Netas	2.259.091	2.022.923	1.842.091	1.824.503	1.285.676	942.356
Crecimiento Ventas Netas (%)		9,8	1,0	41,9	36,4	10,6
EBIT	206.871	196.837	204.038	184.401	179.933	169.115
Gastos Financieros	77.360	71.887	80.668	68.671	55.679	47.776
Resultado Neto	107.250	106.738	146.963	106.634	94.195	75.409

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 METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS 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 con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

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