

BONOS ORDINARIOS DE SODIMAC COLOMBIA S.A.

CALIFICACIÓN INICIAL	
DEUDA DE LARGO PLAZO	'AAA'
Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 30 de junio de 2015 Activos: COP 2.024.717. Pasivo: COP 1.167.024 Patrimonio: COP 857.693. Utilidad operacional: COP 96.625. Utilidad neta: COP 50.597.	Historia de la calificación: Calificación inicial Oct./15: 'AAA'

CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS

Títulos:	Bonos Ordinarios		
Emisor:	Sodimac Colombia S.A.		
Monto Calificado:	COP450.000MM		
Número de Series:	La emisión consta de seis (6) series: A,B,C,D,E y F		
Valor Nominal:	El valor nominal de cada bono será de COP1.000.000		
Fecha de emisión:	Por definir		
Fecha de colocación:	La emisión podrá ser ofrecida en varios lotes		
Plazos de Vencimiento:	Entre un (1) año y quince (15) años a partir de la fecha de Emisión de los Bonos Ordinarios		
Características de los bonos:	Serie	Tasa	Inicio ó Final
	A	Tasa Fija	N/A
	B	DTF	inicio
	C	IPC	inicio
	D	IPC	final
	E	IBR	inicio
	F	IBR	final
Periodicidad de los intereses:	La periodicidad podrá ser: mes vencido, trimestre vencido, semestre vencido o año vencido.		
Pago de Capital:	Al vencimiento		
Asesores Legales:	Rodriguez Azuero Contexto Legal Abogados		
Representante Legal	Helm Fiduciaria S.A. Sociedad Fiduciaria		
Tenedores:			
Agente Estructurador y Coordinador de la oferta:	Banca de Inversión Bancolombia		

I. INTRODUCCIÓN

De acuerdo con la información contenida en el prospecto de Información de los Bonos Ordinarios de Sodimac Colombia S. A., esta tiene como principal

propósito sustituir los siguientes pasivos: 1) bonos ordinarios emitidos por Sodimac Colombia S.A. en 2012, los cuales se extinguirán por confusión, y/o 2) los títulos de contenido crediticio emitidos por el Patrimonio Autónomo Títulos Homecenter en 2010, los cuales serán entregados al Patrimonio Autónomo

Títulos Homecenter, para que opere la extinción por confusión.

Teniendo en cuenta que estos bonos no cuentan con una garantía específica y su naturaleza corresponde a una deuda quirografaria de Sodimac Colombia S.A., el análisis y la calificación de esta emisión se basa en nuestra opinión sobre la capacidad de pago de la compañía.

Si bien, desde enero de 2015, la compañía está obligada a reportar sus cifras financieras siguiendo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), es importante aclarar que las cifras históricas y proyectadas presentadas en este informe fueron emitidas bajo principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia (COLGAAP). No obstante, en el capítulo cuatro del documento se exponen los principales cambios que se derivarían de esta migración.

1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV asignó la calificación inicial de **deuda de largo plazo de 'AAA'** a los **Bonos Ordinarios de Sodimac Colombia S.A. (Bonos Sodimac)**.

La calificación de los Bonos Sodimac está respaldada por los favorables resultados financieros y operativos que ha mantenido Sodimac durante su existencia en el mercado colombiano, aún en escenarios de desaceleración económica. Los aspectos anteriores derivan de su estrategia clara y consistente, la cual, a su vez, ha generado un incremento promedio anual del 14,72% de su EBITDA entre 2012 y junio de 2015, una relación deuda/EBITDA promedio anual constante de 1,91x, entre 2012 y junio de 2015, y la posición de liderazgo de la compañía en el mercado colombiano a través de sus 35 tiendas a nivel nacional, superior a las 10 reportadas, a junio de 2015 por su principal competidor. Consideramos que estos factores no cambiarán significativamente en el largo plazo, ya que la empresa cuenta con directrices claramente definidas en materia comercial y financiera.

Su posición de liderazgo en el mercado también deriva de los modestos resultados que aún presentan las tiendas Easy, que pertenecen al grupo Cencosud, su principal competidor, dado el alto nivel de atomización de las demás compañías que pertenecen al sector de mejoramiento del hogar. Desde 2012, Easy ha registrado un crecimiento volátil de sus ingresos, con un mínimo de 1,75% en junio de 2015 y un máximo de 74% en 2013, lo que se debe a la

importante participación que ha tenido sobre la dinámica de las ventas el proceso de apertura de nuevas tiendas. De acuerdo con la información pública disponible, el grupo Cencosud está realizando planes de eficiencia operacional y de desinversión en activos considerados no estratégicos por el grupo. La evolución de estas medidas y el proceso de consolidación de Easy en Colombia serán objeto de análisis en futuras revisiones de la calificación.

Otro de los factores que fundamentan la calificación asignada radica en el apoyo técnico y financiero que históricamente Sodimac ha recibido de S.A.C.I Falabella (calificado en BBB+, en escala global, por Standard & Poor's el 14 de mayo de 2015). Este se ha manifestado a través del acompañamiento que realiza sobre la ejecución del plan estratégico de la compañía y en la implementación de nuevas tecnologías y planes de eficiencia operativa.

Aunque el tamaño de la operación de Colombia es menor al observado en otros países donde S.A.C.I. Falabella participa, la posición lograda por Sodimac en el mercado colombiano y su buena dinámica financiera histórica y proyectada, nos permite prever una continuidad del respaldo que el grupo le ha brindado a la empresa en términos operativos y estratégicos.

S.A.C.I Falabella acredita el 49% de las acciones de la compañía. Este grupo es una multinacional chilena con inversiones en los siguientes sectores: tiendas por departamentos, supermercados, centros comerciales, servicios financieros y mejoramiento del hogar. En esta última actividad, el grupo es pionero en Latinoamérica a través de 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 de la construcción bajo el formato de ventas minoristas.

La calificación otorgada al grupo Falabella se basa en su sólida posición de mercado en Latinoamérica, márgenes de rentabilidad similares a los de sus pares comparables y niveles de liquidez adecuados, como producto de su capacidad de generación de recursos propios y de la flexibilidad con la que cuenta Falabella para administrar su capital de trabajo y para llevar a cabo su plan de expansión.

La participación mayoritaria de Sodimac (51%) la acredita la Organización Corona S.A., que 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; exporta sus productos a 45 países. Además de su

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.

calidad de accionista, la compañía mantiene una relación comercial estratégica con Sodimac, pues ésta última sirve como canal de distribución de su portafolio de productos.

Desde 2012, la tasa de crecimiento de los ingresos de Sodimac se ha moderado, a junio de 2015 se ubicó en 12,23% desde 14,20% de 2012. Este resultado responde a la desaceleración de su plan de inversión durante 2013 y 2014, y a la baja participación que han tenido las variables que impulsan el sector de la construcción en las finanzas de la compañía. No obstante, su flexibilidad para ajustar la operación a través del desarrollo de planes de eficiencia operacional ha permitido que la compañía genere resultados favorables, evidentes en el incremento a tasas de dos dígitos del EBITDA en el mismo periodo de análisis. De tal manera, consideramos que la compañía tiene una capacidad adecuada para hacer frente a la desaceleración prevista en la economía colombiana.

En agosto de 2015, el Banco de la República estableció su expectativa de crecimiento de la economía colombiana en 2,8% para este año, cifra inferior al 4,6% previsto en 2014. Este cambio respondió, entre otras razones, a la caída en los precios internacionales del petróleo, el ajuste de las finanzas públicas y el menor crecimiento de la economía mundial. Los efectos de la devaluación sobre los precios al consumidor y sobre las materias primas importadas, sumado a la menor dinámica en la oferta de alimentos generaron presiones al alza de la inflación que en septiembre de 2015 se ubicó en 5,35%.

Dadas las señales de un posible desanclaje de la meta de inflación, la Junta Directiva del Banco de la República decidió incrementar la tasa de intermediación financiera en 25 puntos básicos. La evolución de esta medida podría desincentivar la dinámica de consumo en el mediano plazo, que, a junio de 2015, aún registraba un buen comportamiento. En este sentido, su evolución y su impacto sobre las finanzas de la compañía será objeto de seguimiento en futuras revisiones de la calificación.

Aunque la compañía se expone a los riesgos de una desaceleración económica, este aspecto está parcialmente mitigado por la diversificación de sus ingresos como resultado de su participación simultánea en las actividades de la construcción y la remodelación del hogar, característica que se mantendrá en el mediano plazo.

De manera adicional, según los datos revelados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el sector de la construcción registró un incremento anual del 8,7% en el segundo trimestre de 2015; no obstante, esta dinámica estuvo impulsada por variables que tienen un impacto menor sobre las finanzas de Sodimac: 1) el aumento del 8,1% anual en la construcción de las obras civiles, 2) el crecimiento del 9,1% de edificaciones, impulsado principalmente por el aumento del 19,6% en las edificaciones no residenciales. Para los próximos años esperaríamos que este sector mantenga una participación mínima en la dinámica financiera de la empresa, ya que el sector de obras civiles tendría una mayor participación en el mediano plazo derivado del inicio de las concesiones 4G y por la continuidad de las políticas de VIS, VIP, y la implementación de nuevos programas, tales como "Mi casa ya".

La naturaleza dinámica de la estrategia de Sodimac le ha permitido implementar de forma exitosa líneas de negocio adicionales y complementarias a su actividad principal. Por lo anterior, desde 2013 la compañía está desarrollando un proyecto para la profundización e integración de sus canales de venta, actividad que será relevante en la continuidad de sus buenos resultados financieros, pues le permitirá dinamizar los ingresos, generar eficiencias operacionales y mantener su posición de liderazgo frente a otras empresas de la competencia.

Sodimac ha logrado ofrecer mayor valor agregado a sus clientes a través de la ampliación de sus canales de venta, los servicios adicionales y complementarios para cada uno de los formatos que atiende (asistencia técnica, capacitación e instalación), la oferta de precios bajos garantizados en comparación con los de la competencia, la cultura de servicio al cliente y la continua implementación de medidas que buscan mejorar y personalizar la experiencia de compra de sus clientes a través del uso de aplicaciones tecnológicas y la implementación de wi-fi en todas las tiendas.

Entre las líneas de negocio adicionales de la Compañía se encuentran las siguientes: 1) la prestación de servicios para vehículos, que inició en 2012; 2) la venta empresa, que busca atender los requerimientos de productos y servicios de los clientes empresariales y brindarles una atención personalizada, y 3) la fábrica Kölor que presta el servicio de mezcla de pintura según los requerimientos del cliente.

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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 dinámica de crecimiento observada en los ingresos a junio de 2015 se deriva del incremento cercano al 10% en las tiendas con antigüedad superior a tres años, como producto de las actividades de mercadeo de la empresa, la dinámica favorable del comercio minorista, que registró un aumento del 3,8%, del incremento de la inflación que registró una variación de 3,33% a junio de 2015, cifra superior al 2,57% observado en el mismo periodo de 2014, por la adecuada maduración de las tiendas inauguradas en 2013 y 2014, y los favorables resultados de los canales de venta alternativos.

De acuerdo con los resultados de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor y Comercio de Vehículos (EMCM), las compras relacionadas con electrodomésticos, muebles para el hogar registraron un incremento anual del 5,3%, mientras los relacionados con ferretería, vidrios y pintura, el 20,2% a junio de 2015. Esta dinámica es consistente con los resultados de Sodimac, ya que, en el mismo periodo, las secciones de hogar, baños, cocinas, ferretería y pinturas, registraron un incremento anual de dos dígitos y superior al registrado al cierre de 2014.

Un factor que respalda la calificación es la diversificación geográfica de los ingresos de la compañía a nivel nacional. Entre 2011 y junio de 2015, las ventas en Bogotá disminuyeron su participación considerablemente. Lo anterior, le permite a la empresa obtener beneficios de las políticas que incentiven el consumo, además de mitigar los riesgos de desaceleración económica a nivel regional.

Teniendo en cuenta el mayor dinamismo que han mostrado históricamente las ventas en el segundo semestre del año, esperamos que, al cierre de 2015, los ingresos mantengan, al menos, la tendencia de crecimiento observada en el primer semestre de 2015. Por otro lado, considerando el desempeño esperado de la economía y del sector de la construcción, y dado que las tiendas con mayor antigüedad registrarían incrementos cercanos a la inflación, para 2016 y 2017, los ingresos estarían impulsados por las ventas generadas en canales alternativos, servicios complementarios y por la ejecución completa del plan de expansión. No obstante, prevemos una tasa de crecimiento positiva de las ventas, la cual sería inferior al promedio histórico.

La compañía disminuyó el monto de sus inversiones durante 2013 y 2014 debido a la situación desfavorable en el mercado inmobiliario durante estos años. En nuestra opinión, aunque esta decisión

representó una menor dinámica en sus ingresos, la ejecución del plan de expansión bajo las condiciones presentadas en aquellos años podría haberse traducido en un deterioro de su rentabilidad y liquidez en el mediano y largo plazo.

De acuerdo con la información de la compañía, las mejores condiciones de mercado le han permitido avanzar en su plan de expansión definido para 2015 y 2016. A pesar de lo anterior, es probable que la empresa no cumpla con el cronograma de aperturas definido para 2015 derivado de algunas demoras en la consecución de licencias de construcción. Teniendo en cuenta que este tipo de procesos no depende de la gestión de la empresa y dada la importancia que tiene la ejecución de las inversiones en la dinamización de los ingresos, daremos seguimiento a la evolución de este aspecto.

La devaluación del peso frente al dólar es un factor relevante para la dinámica financiera de la compañía en 2015. Consideramos que este riesgo ha sido mitigado de manera adecuada por la compañía a través de la definición e implementación de políticas claras de cobertura cambiaria. Dadas las actuales medidas implementadas por el banco central y el comportamiento volátil del precio del dólar, daremos seguimiento a la evolución de esta variable y a su potencial efecto sobre la compañía.

A junio de 2015, los costos y gastos registraron una participación sobre los ingresos de 93,5%, similar al 93,09% observado entre 2012 y 2014. Teniendo en cuenta que los gastos preoperativos de nuevas tiendas, las inversiones en logística, los efectos de la inflación y la devaluación del peso influyeron en los egresos operacionales del primer semestre de 2015, consideramos que los resultados observados indican que la compañía tiene la capacidad de implementar con éxito planes de eficiencia operacional.

Aunque los gastos preoperativos y de logística aumentarían en 2015 y 2016, prevemos que, en el mismo periodo, los egresos operacionales mantendrían una tasa de crecimiento inferior a la de los ingresos dada la continuidad que la compañía daría a sus planes de eficiencia operacional. A partir de 2017, la consolidación de estas inversiones redundaría en menores tasas de crecimiento de los costos, y gastos frente a lo observado en 2015.

La compañía ha adoptado medidas de eficiencia operacional, entre ellas: la centralización de los procesos de compra (lo que le permite obtener

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.

descuentos por volumen de pedido), la disminución de costos y gastos del proceso logístico, y la reducción de gastos administrativos.

Los mayores egresos observados a junio de 2015 se tradujeron en márgenes bruto y operacional de 30,51% y 6,45% respectivamente, inferiores al promedio anual de 30,78% y 6,91% observado entre 2012 y 2014. Prevedemos que para el cierre de 2015 los márgenes de rentabilidad serían superiores a los observados en el primer semestre de 2015, considerando nuestra expectativa de un mejor desempeño de los ingresos en el segundo semestre de 2015. Por su parte, en los dos años subsiguientes, estos indicadores estarían impulsados por las eficiencias operacionales de la compañía, aunque podrían registrar una ligera reducción frente al comportamiento histórico, dada nuestra expectativa de desaceleración en la tasa de crecimiento de los ingresos. A junio de 2015 el margen neto se ubicó en 3,38% cifra inferior al 3,68% observado en el mismo mes de 2014. Esta reducción se deriva de la mayor carga tributaria que debió asumir la compañía. Los efectos de este aspecto dependerán de las definiciones que se realicen en futuras reformas tributarias.

La dinámica creciente del EBITDA y la reducción del endeudamiento permitió que, a junio de 2015, la relación deuda/EBITDA fuera de 1,67 veces (x), cifra inferior al 1,99x, promedio anual, observado entre 2012 y 2014. Con el fin de mejorar su perfil de endeudamiento, la compañía planea realizar una sustitución de sus actuales pasivos financieros (bonos y titularización) con una emisión de bonos hasta por COP450.000 millones. Dada la naturaleza de la operación no consideramos que la misma represente un riesgo para la capacidad de pago de la empresa.

A junio de 2015, el saldo del endeudamiento financiero de la entidad se ubicó en COP568.554 millones, del cual solamente el 14% estaba denominado en dólares. La compañía mitiga el riesgo cambiario a través de la administración de la brecha entre activos y pasivos en moneda extranjera y a través de instrumentos derivados. Para el cálculo de la brecha mencionada, Sodimac considera tanto las partidas que se registran contablemente en monedas extranjeras 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. Posteriormente se establece la porción de recursos que deberá ser cubierta a través de mecanismos artificiales. Ambos mecanismos permiten que la compañía mitigue la exposición a efectos desfavorables por este factor de riesgo.

Como parte del ejercicio de calificación llevamos a cabo un escenario de proyección para determinar la capacidad de pago de la empresa entre 2015 y 2017, a partir de su generación futura de EBITDA. Para este fin, asumimos los siguientes supuestos: 1) una tasa de crecimiento positiva de los ingresos, aunque con una desaceleración paulatina frente al comportamiento histórico, 2) una estructura de egresos operacionales que se ajustaría al desempeño de las ventas, y 3) condiciones financieras de los bonos similares a la estructura emitida en 2012. Los resultados muestran una cobertura mínima del servicio de la deuda y del canon de arrendamiento de sus locales de 2,99x frente al EBITDA para 2015, valor que es consistente con la calificación de la compañía.

Por otro lado, en un ejercicio de estrés sometemos a condiciones de tensión el comportamiento de los ingresos, el crecimiento de los egresos operacionales y las condiciones financieras. Los resultados muestran una cobertura mínima del servicio de la deuda y el canon de arrendamiento de 1,86x con el EBITDA para 2016. Esto evidencia la solidez financiera de la compañía, pues aún en situaciones desfavorables tendría capacidad de cumplir con sus compromisos operativos y financieros.

De manera adicional realizamos un ejercicio en el que incluimos como una deuda el valor presente de los pagos que la empresa realizaría, en los próximos diez años, por cánones de arrendamiento de las tiendas y de otros activos de la compañía. Este cálculo deriva en una relación deuda/EBITDA de 3,6x desde 1,73x al cierre de 2015. Teniendo en cuenta la importancia que tiene la ejecución del plan de expansión en la dinámica financiera de la empresa, haremos seguimiento a la forma de financiación de dichas inversiones.

Las inversiones en logística, los requerimientos de las nuevas tiendas y la devaluación se tradujeron en un incremento anual de COP45.482 millones del capital de trabajo neto operativo (KTNO) entre junio de 2014 y el mismo mes de 2015. Aunque esta situación derivó en una reducción del 85% del flujo de caja operacional (FCO), este valor mantiene valores positivos cercanos a COP10.767 millones. Teniendo en cuenta las eficiencias operacionales que obtendría la compañía a través de la consolidación de las inversiones y de los planes en curso para el control de costos y gastos, esperamos que el FCO retorne a niveles similares a los observados históricamente.

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.

Entre 2013 y junio de 2015, el periodo de cobro de la cartera se ubicó en 11,96 días desde 7,7 días. Esto responde a un cambio, solicitado por la revisoría fiscal desde segundo semestre de 2014, mediante el cual la compañía debe registrar las ventas con tarjeta de crédito como una cuenta por cobrar. Por su parte, los mayores requerimientos de inventario por el proyecto de logística y de nuevas tiendas y la devaluación del dólar derivaron en una rotación de 100 días a junio de 2015, la cual es superior a los 95 días de 2014. Dadas las expectativas de eficiencia operacional y de la consolidación de las inversiones, esperamos que este indicador retorne a valores similares al de 2014 a partir de 2016. Finalmente, el periodo de sus cuentas por pagar se ubicó en 65 días, inferior a los 75 días entre 2012 y 2014, lo que se explica por la modificación sobre el pago de un segmento de sus proveedores y por la profundización de los pagos anticipados con descuento; a futuro, este rubro se mantendría en valores similares, teniendo en cuenta que la empresa no realizaría cambios adicionales.

La mayor tasa de crecimiento de los requerimientos de KTNO frente a la de los ingresos derivó en una relación KTNO/ingresos de COP7,94, inferior a la registrada entre 2012 y 2014 de COP8,79. Considerando que esta es una situación temporal, esperamos que para el cierre de 2015 este indicador se ubique en niveles superiores a los observados en junio del mismo año. De manera adicional, las eficiencias que lograría la compañía permitirían que sus cuentas de KTNO presentaran un mejor desempeño y generar un incremento promedio anual de este rubro cercano al 9% entre 2015 y 2017, porcentaje inferior a la tasa de aumento proyectada de los ingresos para el mismo periodo. Esto se traduciría en una relación ventas/KTNO similar a la observada históricamente.

La reducción observada en el FCO y las inversiones de gastos de inversión (CAPEX) de COP50.650 millones generaron un flujo de caja libre (FCL) negativo de COP39.883 millones a junio de 2015. Este comportamiento contrasta con los COP111.759 millones, promedio anual, registrados entre 2013 y 2014. La ejecución del plan de inversión derivaría en una reducción superior al 50% respecto al FCL de 2014, hecho que representa un riesgo moderado, pues las inversiones efectuadas tienen carácter estratégico y generarían un incremento de las ventas y EBITDA de la compañía en años posteriores.

2. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

Qué podría llevarnos a confirmar la calificación
BRC identificó los siguientes factores que nos llevaría a confirmar la calificación actual:

- La ejecución clara y consistente del plan estratégico de Sodimac que derive en una generación de recursos suficiente para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo neto operativo.
- La estabilidad en los márgenes de rentabilidad, que garantice la sostenibilidad de la compañía en el largo plazo.
- El mantenimiento de una estructura de endeudamiento que no represente en el futuro presiones de liquidez.
- El mantenimiento de niveles de liquidez suficientes para cumplir con sus obligaciones operativas y financieras.
- La continuidad de indicadores de apalancamiento que no sobrepasen los observados a junio de 2015.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar negativamente la calificación actual:

- Un menor respaldo a la operación de la compañía por parte de sus principales accionistas.
- Los cambios sustanciales en los fundamentos del negocio de Sodimac que impliquen importantes inversiones de CAPEX.
- Un comportamiento desfavorable de los márgenes de rentabilidad de Sodimac, derivado de una posible reducción de precios por la entrada de nuevos competidores.
- Presiones de liquidez que conlleven a mayores niveles de endeudamiento de Sodimac.
- Cambios en las políticas de manejo de las variables de capital de trabajo de Sodimac que impliquen un deterioro de estos indicadores.

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.

- El deterioro de la situación financiera de la compañía derivado de variables macroeconómicas, como la devaluación del peso o la desaceleración en la dinámica de la economía colombiana.

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del calificado 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. Por otra parte, la calificadora revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por el calificado.

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en www.brc.com.co

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros auditados de los últimos tres años y no auditados a junio de 2014 y de 2015.

3. EL EMISOR Y SU ACTIVIDAD

Sodimac Colombia S.A. es una Compañía minorista, 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 de 65% de la Organización Corona y de 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%.

Tabla 1. Composición accionaria

Accionista	Participación
Organización Corona S.A.	50,83%
Inv. Falabella de Colombia S.A.	49,00%
Defina S.A.	0,08%
Minecol S.A.	0,04%
Promin S.A.	0,04%

Fuente: Sodimac Colombia S.A.

El propósito central de la compañía es mejorar la vida de las familias, brindándoles los recursos necesarios para la transformación física de sus hogares. Adicionalmente, espera lograr que los especialistas en construcción logren más y mejores negocios. Para ello, y con el fin de generar confianza y fidelidad en sus clientes, la estrategia corporativa se ha centrado en el fortalecimiento de seis atributos: 1) precios bajos garantizados siempre; 2) amplio portafolio de productos y servicios; 3) generación de ideas para hacer y crecer; 4) compromiso con la sociedad y el medio ambiente; 5) la experiencia de compra como motor de la recomendación y 6) apoyo en el crecimiento profesional de los especialistas del sector.

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 ha permitido posicionarse como líder en el mercado que atiende.

Estructura Organizacional

Sodimac Colombia S. A. es parte de la estructura societaria de la Organización Corona S.A. e Inversiones Falabella de Colombia S.A., a quienes reparte dividendos del orden del 30%.

Gran parte del éxito de Sodimac Colombia radica en la experiencia y conocimiento de sus accionistas en los sectores que atiende: Corona, por su parte, es especialista en la manufactura y distribución de productos cerámicos y grifería, y Grupo Falabella tiene una gran experiencia en el negocio minorista.

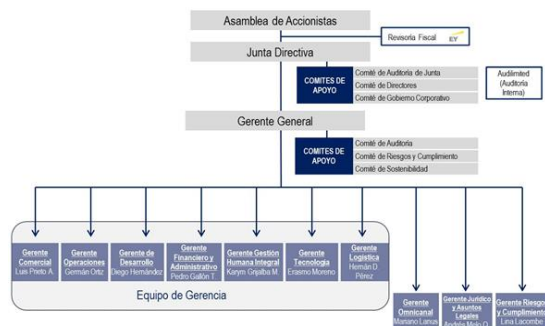
La Junta Directiva centraliza la información para la toma de decisiones y la transmite hacia el máximo órgano rector de la estructura organizacional: la Asamblea de Accionistas (Gráfico 1). Dicha Junta está compuesta por cinco miembros (cada uno con su suplente), tres de los cuales ejercen cargos directivos dentro de la compañía o sus asociadas y dos son externos. Se reúne de forma ordinaria cuatro veces al año o cuando sea citada de manera extraordinaria.

La compañía cuenta con varios órganos y elementos de control interno entre los que se encuentran el

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.

Comité Ejecutivo, el Comité Corporativo de Auditoría, el Comité de Inversiones, el Código de Ética y Conducta, el Manual de Proveedores y la Gerencia de Contraloría. La Revisoría Fiscal es ejercida por Ernst & Young.

Gráfico 1: Organismos Directivos



Fuente: Sodimac Colombia S. A.

4. PRINCIPALES CAMBIOS DE ESTADOS FINANCIEROS BAJO LAS NORMAS DE CONTABILIDAD IFRS

De acuerdo con la información suministrada por la compañía, este proceso representaría cambios en los siguientes rubros:

I. Balance:

- Propiedad planta y equipo: Dentro de este rubro se incluye las valorizaciones bajo las normas de COLGAAP. Se realizaron las actualizaciones de los avaluos a 31 de diciembre de 2013. Algunos contratos de arrendamiento se hicieron como arrendamiento financiero.
- Mejoras en propiedades ajenas: Estas mejoras que antes se registraban como un activo diferido, fueron registradas como gastos con cargo a las utilidades retenidas.
- Inventarios: Se debió ajustar este rubro en el valor de los rebates que no han sido vendidos.
- Pasivos por *lease-back* o arrendamientos financieros: Se registraron como obligación con contrapartida en el activo los *lease back* y un porcentaje (49%) de una tienda que estaba registrado como un patrimonio autónomo.

La Tabla 2, presenta los principales cambios que esto implicaría a nivel patrimonial.

Tabla 2. Conciliación patrimonial NIIF

CONCILIACIÓN PATRIMONIAL	Valor
Patrimonio COLGAAP al 31 de Dic de 2013 sin valorización	584.024
Mas valorizaciones COLGAAP al 31 de Dic de 2013	193.388
Saldo del patrimonio bajo COLGAAP al 1 de enero de 2014	777.412
+/- Ajustes	-
Inversiones	466
Cuentas por cobrar	154
PPE	96.079
Intangibles	37.878
Otros activos	20.840
Impuestos	58.907
Pasivos estimados	-
Otros pasivos	24.763
Total ajustes	- 46.621
Variaciones en el Patrimonio del 01-ene-2014 al 31-dic-2014	-
Reservas	2.616
Utilidad y/o (perdida) del ejercicio año 2014	11.044
Saldo del patrimonio bajo NIIF al 1 de enero de 2015	744.451

Fuente: Sodimac Colombia S.A.

II. Estado de pérdidas y ganancias

- La utilidad operacional se ve afectada por los ingresos y/o gastos que antes eran considerados como no operativos.
- El costo del inventario se ajusta por los rebates de la mercancía que no ha sido vendida.
- Ampliación del periodo de depreciación de los activos.
- Los cambios en la valoración de los costos financieros.

Como se presenta en la Tabla 3, las modificaciones presentadas en el estado de pérdidas y ganancias cambios en los valores de los márgenes de rentabilidad.

Tabla 3. Comparación márgenes de rentabilidad COLGAAP frente a. NIIF

	Márgenes COLGAAP		Márgenes IFRS	
	jun-14	jun-15	jun-14	jun-15
Margen bruto	30,48%	30,51%	30,88%	30,86%
Margen operacional	6,10%	6,45%	7,62%	8,06%
Margen neto	3,68%	3,38%	4,22%	4,34%

Fuente: Sodimac Colombia S.A.

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.

5. ESTADOS FINANCIEROS

Anexo 1: Balance General

SODIMAC COLOMBIA S.A.											
Balance General (en millones de pesos)	Histórico					Análisis Vertical		Análisis Horizontal			
	2012	2013	2014	jun-14	jun-15	2014	jun-15	2012	2013	2014	jun-15
ACTIVO											
Activo Corriente											
Efectivo	32.412	42.652	151.373	51.437	47.625	7,60%	2,35%	-31,07%	31,59%	254,91%	-7,41%
Inversiones	466	466	-	466	-	0,00%	0,00%	-76,77%	0,00%	-100,00%	-100,00%
Deudores	34.514	54.896	79.538	85.422	99.572	4,00%	4,92%	25,10%	59,05%	44,89%	16,56%
Inventarios	462.553	504.315	523.640	490.651	579.036	26,30%	28,60%	19,72%	9,03%	3,83%	18,01%
Otros Activos	34.189	52.187	18.442	43.479	66.971	0,93%	3,31%	-8,54%	52,64%	-64,66%	54,03%
Total Activo Corriente	564.134	654.515	772.993	671.455	793.204	38,83%	39,18%	12,74%	16,02%	18,10%	18,13%
Inversiones	118.757	134.734	128.685	131.739	133.151	6,46%	6,58%	-3,53%	13,45%	-4,49%	1,07%
Propiedades, Planta y Equipo	797.352	850.682	880.728	854.249	889.998	44,24%	43,96%	50,05%	6,69%	3,53%	4,18%
Otros Activos	121.736	193.461	208.363	196.511	208.363	10,47%	10,29%	72,19%	58,92%	7,70%	6,03%
Total Activo no Corriente	1.037.845	1.178.877	1.217.776	1.182.499	1.231.512	61,17%	60,82%	43,12%	13,59%	3,30%	4,14%
TOTAL ACTIVO	1.601.979	1.833.393	1.990.769	1.853.954	2.024.716	100,00%	100,00%	30,71%	14,45%	8,58%	9,21%
PASIVO											
Pasivo Corriente											
Cuentas por pagar	332.911	380.106	404.406	315.971	377.462	20,31%	18,64%	15,20%	14,18%	6,39%	19,46%
Obligaciones financieras C.P.	78.683	121.161	142.989	179.254	168.554	7,18%	8,32%	-47,10%	53,99%	18,02%	-5,97%
Obligaciones laborales	14.305	17.114	19.324	9.826	10.912	0,97%	0,54%	22,93%	19,63%	12,92%	11,05%
Otros Pasivos	13.365	22.219	93.184	25.075	59.864	4,68%	2,96%	26,19%	66,25%	319,40%	138,74%
Pasivos estimados	62.518	65.249	77.880	104.300	124.605	3,91%	6,15%	19,43%	4,37%	19,36%	19,47%
Total Pasivo Corriente	501.782	605.849	737.783	634.426	741.397	37,06%	36,62%	-2,05%	20,74%	21,78%	16,86%
Pasivo no Corriente											
Obligaciones Financieras L.P.	439.112	424.651	420.301	400.000	400.000	21,11%	19,76%	151,43%	-3,29%	-1,02%	0,00%
Pasivos Estimados	27.978	25.480	25.626	25.480	25.626	1,29%	1,27%	-12,42%	-8,93%	0,57%	0,57%
Total Pasivo no Corriente	467.090	450.131	445.927	425.480	425.626	22,40%	21,02%	126,09%	-3,63%	-0,93%	0,03%
TOTAL PASIVO	968.872	1.055.981	1.183.710	1.059.906	1.167.023	59,46%	57,64%	34,77%	8,99%	12,10%	10,11%
TOTAL PATRIMONIO	633.107	777.412	807.058	794.048	857.693	40,54%	42,36%	24,96%	22,79%	3,81%	8,02%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.601.979	1.833.393	1.990.769	1.853.954	2.024.716	100,00%	100,00%	30,71%	14,45%	8,58%	9,21%

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.

BONOS ORDINARIOS DE SODIMAC COLOMBIA S.A.

Anexo 2: Estado de pérdidas y ganancias

SODIMAC COLOMBIA S.A. Estado de Resultados (en millones de pesos)	Históricos					Análisis vertical		Análisis Horizontal			
	2012	2013	2014	jun-14	jun-15	2014	jun-15	2012	2013	2014	jun-15
INGRESOS OPERACIONALES	2.295.372	2.578.681	2.858.375	1.334.993	1.498.300	100,00%	100,00%	14,20%	12,34%	10,85%	12,23%
COSTO DE VENTA DE SERVICIOS	1.589.211	1.787.820	1.974.590	928.030	1.041.217	69,08%	69,49%	13,84%	12,50%	10,45%	12,20%
Productos mercado Nacional	1.678.269	1.888.467	2.082.748	976.439	1.096.609	72,86%	73,19%	14,16%	12,52%	10,29%	12,31%
Menos rebates	(89.058)	(100.648)	(108.158)	(48.409)	(55.392)	-3,78%	-3,70%	20,16%	13,01%	7,46%	14,43%
UTILIDAD BRUTA	706.161	790.861	883.785	406.963	457.083	30,92%	30,51%	15,01%	11,99%	11,75%	12,32%
GASTOS OPERACIONALES	555.494	616.441	672.221	325.477	360.458	23,52%	24,06%	17,86%	10,97%	9,05%	10,75%
De Administración	66.345	69.535	76.646	38.048	40.460	2,68%	2,70%	5,51%	4,81%	10,23%	6,34%
Sueldos y Salarios	43.827	46.467	53.537	27.183	28.702	1,87%	1,92%	3,81%	6,02%	15,22%	5,59%
Generales	22.518	23.068	23.109	10.865	11.758	0,81%	0,78%	9,01%	2,44%	0,18%	8,22%
De Ventas	395.771	439.554	476.725	231.010	255.455	16,68%	17,05%	16,91%	11,06%	8,46%	10,58%
Sueldos y Salarios	124.244	141.211	153.749	75.813	82.570	5,38%	5,51%	21,16%	13,66%	8,88%	8,91%
Generales	271.527	298.343	322.976	155.197	172.885	11,30%	11,54%	15,07%	9,88%	8,26%	11,40%
De Logística	42.524	40.510	40.033	18.424	22.875	1,40%	1,53%	61,91%	-4,74%	-1,18%	24,16%
Sueldos y Salarios	8.708	9.419	10.243	4.883	5.556	0,36%	0,37%	43,15%	8,16%	8,75%	13,78%
Generales	33.816	31.092	29.790	13.541	17.319	1,04%	1,16%	67,56%	-8,06%	-4,19%	27,90%
Provisiones, Agotamiento, D&A	50.854	66.842	78.817	37.995	41.668	2,76%	2,78%	16,50%	31,44%	17,92%	9,67%
Depreciación	50.854	66.842	78.817	37.995	41.668	2,76%	2,78%	16,50%	31,44%	17,92%	9,67%
UTILIDAD OPERACIONAL	150.667	174.419	211.564	81.486	96.625	7,40%	6,45%	5,59%	15,76%	21,30%	18,58%
Otros Ingresos	32.302	29.130	41.246	16.664	19.848	1,44%	1,32%	23,54%	-9,82%	41,59%	19,11%
Financieros	1.938	1.651				0,00%	0,00%	-13,77%	-14,81%	-100,00%	
Otros Ingresos	30.364	27.479	41.246	16.664	19.848	1,44%	1,32%	27,04%	-9,50%	50,10%	19,11%
Otros Egresos	47.919	42.451	61.433	25.098	35.322	2,15%	2,36%	25,28%	-11,41%	44,72%	40,74%
Intereses	21.333	21.120	22.760	10.639	11.163	0,80%	0,75%	44,73%	-1,00%	7,77%	4,93%
Comisiones	11.628	3.056				0,00%	0,00%	284,91%	-73,72%	-100,00%	
Ajuste por Diferencia en Cambio	(4.121)	5.077	6.940	1.513	5.265	0,24%	0,35%	-222,98%	-223,20%	36,69%	247,98%
Otros Gastos Ordinarios	16.938	11.499	31.733	12.946	18.894	1,11%	1,26%	5,97%	-32,11%	175,97%	45,94%
Ajustes de Ejercicios Anteriores	2.141	1.699				0,00%	0,00%	85,85%	-20,64%	-100,00%	
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	135.050	161.098	191.377	73.052	81.151	6,70%	5,42%	3,42%	19,29%	18,79%	11,09%
Impuesto	24.959	50.351	65.092	23.922	30.554	2,28%	2,04%	-19,73%	101,74%	29,28%	27,72%
UTILIDAD NETA	110.091	110.747	126.284	49.130	50.597	4,42%	3,38%	10,65%	0,60%	14,03%	2,99%
EBITDA	220.132	269.381	314.824	135.400	152.291	11,01%	10,16%	7,17%	22,37%	16,87%	12,47%

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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 3. Indicadores financieros

SODIMAC COLOMBIA S.A. Indicadores financieros RENTABILIDAD	HISTÓRICOS			
	2012	2013	2014	jun-15
Ventas	\$ 2.295.372	\$ 2.578.681	\$ 2.858.375	\$ 1.498.300
EBITDA	\$ 220.132	\$ 269.381	\$ 314.824	\$ 152.291
Crecimiento en Ventas	14,20%	12,34%	10,85%	12,23%
Margen Bruto	30,76%	30,67%	30,92%	30,51%
Margen Operacional	6,56%	6,76%	7,40%	6,45%
Margen neto sobre impuestos	5,88%	6,25%	6,70%	5,42%
Margen Neto	4,80%	4,29%	4,42%	3,38%
Margen EBITDA	9,59%	10,45%	11,01%	10,16%
Ventas/ Activos	1,43	1,41	1,44	1,49
ROA	6,87%	6,04%	6,34%	6,31%
ROE	17,39%	14,25%	15,65%	14,89%

LIQUIDEZ	2012	2013	2014	jun-15
Saldo de efectivo de la entidad	32.412	42.652	151.373	47.625
Relación de efectivo*	6,46%	7,04%	19,97%	6,42%
Razón Corriente	1,12	1,08	1,02	1,07
Activo corriente/ total pasivo	58,23%	61,98%	65,30%	67,97%
Prueba Ácida	20,24%	24,79%	32,89%	28,89%

* Efectivo / Pasivos Corrientes

ACTIVIDAD	2012	2013	2014	jun-15
Capital de trabajo	264.508	285.189	330.896	380.423
Productividad del capital de trabajo 1/ PKTNO	11,52%	11,06%	11,58%	12,59%
Días de CxC	8,68	9,04	8,64	7,94
Días de CxP	5,41	7,66	10,02	11,96
Días de Inventario	75,41	76,54	73,73	65,25
Ciclo de efectivo	104,78	101,55	95,47	100,10
	34,78	32,67	31,76	46,81

Endeudamiento	2012	2013	2014	jun-15
Deuda	517.795	545.812	563.290	568.554
Deuda de CP (Monto)	78.683	121.161	163.290	168.554
Deuda de CP (%)	15,20%	22,20%	28,99%	29,65%
Deuda de LP	439.112	424.651	400.000	400.000
Deuda de LP (%)	84,80%	77,80%	71,01%	70,35%
Deuda / Patrimonio - Valorizaciones	101,24%	93,46%	94,07%	87,55%
Deuda CP/ Patrimonio	12,43%	15,59%	20,23%	19,65%
Deuda /Patrimonio	81,79%	70,21%	69,80%	66,29%
Pasivo Corriente /Pasivo Total	51,79%	57,37%	64,04%	63,53%
Pasivos/ Capital	9,52	10,38	11,63	11,47
Deuda fin. / Pasivo Total	53,44%	51,69%	47,59%	48,72%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	1,53	1,36	1,47	1,36

Coberturas*	2012	2013	2014	jun-15
Intereses/ Ventas	0,93%	0,82%	0,80%	0,75%
Utilidad Operacional / intereses	7,06	8,26	9,30	8,66
Utilidad Operacional / Deuda	0,29	0,32	0,38	0,17
EBITDA ajustado	228.769	276.694	322.664	340.532
EBITDA ajustado/Intereses	10,72	13,10	14,18	13,64
EBITDA Ajustado/Deuda Fra.	0,44	0,51	0,57	0,60
Deuda Fra./EBITDA ajustado	2,26	1,97	1,75	1,67
FCL/ Deuda	-0,28	0,10	0,30	-0,07
FCO/ Deuda	0,28	0,38	12,06	0,02
Servicio de la deuda (1)	21.333	21.120	22.760	11.163

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.

BONOS ORDINARIOS DE SODIMAC COLOMBIA S.A.

Anexo 4: Flujo de caja

SODIMAC COLOMBIA S.A. Flujo de Caja (en millones de pesos)	Histórico				
	2012	2013	2014	jun-14	jun-15
Flujo Operacional					
Ingresos Operacionales	2.295.372	2.578.681	2.858.375	1.334.993	1.498.300
Total Costos	1.589.211	1.787.820	1.974.590	928.030	1.041.217
Total Gastos Operacionales	555.494	616.441	672.221	325.477	360.459
Utilidad Operacional	150.667	174.419	211.564	81.486	96.624
Ajustes Operativos	18.611	28.120	24.443	15.919	13.999
Depreciaciones y Amortizaciones	50.854	66.842	78.817	37.995	41.668
Provisiones					
EBITDA	220.132	269.381	314.824	135.400	152.291
Impuesto de Renta	-24.959	-50.351	-65.092	(23.922)	(30.554)
Flujo de Caja Bruto	195.173	219.030	249.732	111.478	121.737
Var. Cartera Neta (aumenta)	-24.683	-31.037	3.501	(5.945)	(24.305)
Var. Total Inventarios (aumenta)	-76.199	-41.762	-19.325	13.664	(55.396)
Var. Total Proveedores (disminuyen)	26.923	29.304	1.798	(28.292)	3.517
Var. Otros (requerimiento)	21.863	30.850	38.694	(18.404)	(34.786)
Inversión en Capital de Trabajo (Aumento)	-52.096	-12.644	24.668	-38.976	-110.970
FLUJO DE CAJA OPERACIONAL	143.077	206.385	274.400	72.502	10.767
Inversión en Activos Fijos	-287.875	-152.279	-131.960	-42.195	-50.650
Retiros activos fijos			26.971		
Intangibles					
FLUJO DE CAJA LIBRE	-144.798	54.106	169.411	30.307	-39.883
Flujo No Operacional					
Gastos Financieros Netos Pagados	-19.356	-23.222	-26.507	(10.639)	(11.163)
Dividendos Recibidos (Pagados)	-29.848	-33.027	-33.130	(33.130)	(37.500)
Inversiones Permanentes	4.347	5.233			
Otros Ingresos (Egresos) Netos	-20.892	(20.869)	(18.998)	(11.193)	(20.464)
EGRESOS NO OPERATIVOS	-65.748	-71.885	-78.635	-54.963	-69.127
VARIACION DE OBLIGACIONES NETAS					
Movimiento Bonos					
Movimiento Obligaciones Financieras	194.396	28.017	17.479	33.442	5.263
Movimiento Obligaciones Bonos					
Diferencia en cambio, otros	-				
Dism (Aumento) Efectivo e Inv. Temporales					
Flujo de Caja No Operacional	128.648	-43.868	-61.156	-21.521	-63.864
Exceso o Déficit en Caja	-16.150	10.238	108.255	8.786	-103.747

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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 5: Escalas de calificación

CALIFICACIONES DE DEUDA DE LARGO PLAZO

Esta calificación se aplica a instrumentos de deuda con vencimientos originales de más de un (1) año. Las escalas entre 'AA' y 'CC' pueden tener un signo (+) o (-), que indica si la calificación se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior, respectivamente.

La calificación de deuda de largo plazo se limita a instrumentos en moneda local y se basa en la siguiente escala y definiciones:

▣ **Grado de inversión**

ESCALA	DEFINICIÓN
AAA	La calificación AAA es la más alta otorgada por BRC Investor Services, lo que indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente fuerte.
AA	La calificación AA indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en la máxima categoría.
A	La calificación A indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.
BBB	La calificación BBB indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es adecuada. Sin embargo, los emisores o emisiones con esta calificación son más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.

▣ **Grado de no inversión o alto riesgo**

ESCALA	DEFINICIÓN
BB	La calificación BB indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es limitada. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una menor probabilidad de incumplimiento en comparación con aquellos calificados en categorías inferiores.
B	La calificación B indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es baja. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una considerable probabilidad de incumplimiento.
CCC	La calificación CCC indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una alta probabilidad de incumplimiento.
CC	La calificación CC indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una probabilidad muy alta de incumplimiento.
D	La calificación D indica que el emisor o emisión ha incumplido con sus obligaciones financieras.
E	La calificación E indica que BRC Investor Services no cuenta con la información suficiente para calificar.

6. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web www.brc.com.co

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.