

BONOS DE DEUDA PÚBLICA INTERNA EPM TELECOMUNICACIONES S.A. ESP POR \$300.000 MILLONES

BRC INVESTOR SERVICES S.A. SCV	REVISIÓN PERIÓDICA
Deuda de Largo Plazo	AAA (Triple A) Creditwatch en Desarrollo
Cifras en millones al 30 de septiembre de 2013 Activos: \$4.215.127. Pasivos: \$1.648.072. Patrimonio: \$2.567.055. Ingresos Operacionales: \$1.467.898. Utilidad Operacional: \$9.018. Utilidad Neta: \$34.463.	Historia de la calificación: Revisión Extraordinaria Abr./2013: AAA CWD Revisión Periódica Ene./2013: AAA PN Calificación Inicial Feb./2010: AAA (Triple A)

La información contenida en este documento se basa en: 1) los estados financieros auditados de UNE EPM Telecomunicaciones S.A. ESP para 2010, 2011, 2012 y a septiembre de 2013; 2) las proyecciones de los estados financieros suministradas por el Calificado bajo el escenario actual (sin fusión); 3) la información presentada a la Asamblea de Accionistas sobre el compromiso de fusión entre UNE EPM Telecomunicaciones S.A. ESP y Millicom Spain Cable S.L., la cual se encuentra disponible en <http://www.une.com.co/compania/inversionistas#/asamblea-de-accionistas>; y 4) el informe para la asamblea general de tenedores de los bonos.

Se aclara que los estados financieros de UNE consolidan la información de las filiales así: por el método de participación patrimonial¹ se incorpora a EdateL S.A. ESP, Empresa de Telecomunicaciones de Pereira S.A., Emtelco S.A., Orbitel Servicios Internacionales S.A. y Cinco Telecom Corporation; y, por el método del costo², se registra a Colombia Móvil S.A., Orbitel Comunicaciones Latinoamérica S.A.U. y Compañía de TV Cartagena de Indias.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Clase de título:	Bonos de Deuda Pública Interna.
Emisor:	EPM Telecomunicaciones S.A. E.S.P.
Serie:	A: bonos en pesos a tasa variable IPC.
Monto emitido:	\$300.000 millones. A5: \$150.000 millones A10: \$150.000 millones
Valor nominal por bono:	\$1.000.000
Fecha de emisión:	Marzo de 2010.
Amortización de capital:	Al vencimiento. Subserie A5: 5 años. Subserie A10: 10 años.
Intereses:	Subserie A5: IPC + 3,99%. Subserie A10: IPC + 5,10%. Trimestre vencido.
Agente estructurador	Correval S.A.
Administrador:	Deceval S.A.
Representante Tenedores:	Alianza Fiduciaria S.A.

1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en **Revisión Periódica** mantuvo la calificación **AAA** en **Deuda de Largo Plazo** y el **CreditWatch en Desarrollo** a los **Bonos de Deuda Pública Interna EPM Telecomunicaciones S.A. ESP por \$300.000 millones**.

Una calificación aparece en la lista *CreditWatch* cuando un evento o desviación de una tendencia esperada ha ocurrido o se anticipa que ocurra; por lo tanto, se requiere información adicional para tomar una acción en cuanto a la calificación. El *CreditWatch* en Desarrollo indica que la calificación puede mantenerse o bajar en un periodo máximo de 180 días.

¹ El "método de participación patrimonial" es el procedimiento contable por el cual una matriz registra la inversión que mantiene en una sociedad controlada o subordinada según su porcentaje de participación. El registro inicial se hace con el costo ajustado por inflación y, posteriormente, se modifica el valor de la inversión de acuerdo con los cambios en el patrimonio de la subordinada.

² El "método del costo" es el procedimiento contable según el cual una compañía registra por su costo de adquisición las inversiones que tiene en entidades sobre las que no es controlante.

A enero de 2014 UNE EPM Telecomunicaciones S.A.³ ya había definido los aspectos jurídicos, financieros y estratégicos concernientes a la fusión por absorción que pretende realizar con Millicom Spain Cable S.L. (sociedad absorbida). No obstante, BRC mantuvo el *Creditwatch* en Desarrollo asignado a la calificación debido a: 1) la incertidumbre que existe en relación con las autorizaciones requeridas por parte de los entes de control pertinentes para llevar a cabo la fusión con Millicom; y 2) el impacto real que la integración de las dos compañías tendría sobre la capacidad del Emisor para anticiparse, oportuna y adecuadamente, a los desafíos de la industria e incrementar su rentabilidad. A la fecha de esta revisión, UNE ya contaba con las aprobaciones por parte del Concejo de Medellín, la Asamblea de Accionistas y las asambleas de tenedores de los bonos para efectuar la operación de fusión por absorción. De acuerdo con el cronograma de la Entidad, si las autorizaciones pendientes se obtienen durante el primer semestre de 2014, la nueva compañía comenzaría operaciones de manera formal en junio de 2015.

La posible entrada de Millicom como socio de UNE es estratégica por: 1) su amplia experiencia en el sector de las telecomunicaciones en los mercados emergentes; 2) su capacidad para apalancar los requerimientos de CAPEX exigidos por la industria; y 3) las sinergias que podrían generarse con su filial Colombia Móvil S.A. ESP-TIGO (el tercer operador⁴ de servicios de PCS⁵ del país). La fusión le permitiría al Calificado consolidarse como un operador integrado de telecomunicaciones a nivel nacional, tener un portafolio de servicios convergente fijo-móvil, acelerar la recuperación de las inversiones realizadas en la tecnología 4GLTE y aprovechar las complementariedades geográficas, de servicios, de segmentos de usuarios y de planes de crecimiento existentes entre las compañías involucradas.

Millicom⁶ es un grupo sueco especializado en la prestación de soluciones de voz, datos, televisión y servicios de valor agregado en los mercados emergentes de América Latina y África bajo la marca Tigo. De acuerdo con información pública, este grupo cuenta con una estrategia clara y definida enfocada en defender e incrementar su

³ De aquí en adelante entendido como UNE, la Empresa, la Compañía, el Calificado, el Emisor o la Entidad.

⁴ De acuerdo con la información publicada por el Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones - MINTIC, para el segundo trimestre de 2013 la participación de Claro en el mercado de telefonía móvil era de 58,77%, seguido por Telefónica Móviles Colombia S.A. con el 24,69% y de Colombia Móvil - TIGO con el 14,85%.

⁵ Personal Communication Services.

⁶ Millicom International Cellular S.A. cuenta con una calificación vigente de Corporate Family Rating (CFR) and Probability of Default Rating (PDR) de Ba1 con perspectiva negativa asignada por Moody's Investor Services en julio de 2013.

participación de mercado en los países donde actualmente tiene operaciones, aumentar su presencia en nuevas geografías y optimizar sus costos y CAPEX.

El cumplimiento por parte de Millicom de los objetivos mencionados anteriormente se vio reflejado en un incremento promedio de sus ingresos del 9,59% entre 2010 y septiembre de 2013; sin embargo, la incursión en nuevos mercados, el desarrollo de aplicaciones y contenidos, y los cambios regulatorios observados en algunos de los mercados donde tiene presencia el Grupo han conllevado a que la tasa promedio de crecimiento de sus egresos operacionales fuese superior (14,56%), con lo que el margen EBITDA pasó de 46,96% en 2010 a 37,32% a septiembre de 2013⁷. A su vez, la dinámica de este último rubro junto con el mayor endeudamiento se tradujo en una relación deuda/EBITDA de 2,34 veces, la más alta observada en su historia. De acuerdo con las expectativas de Millicom, esta dinámica se reversaría en 2014, una vez el Grupo comience a recuperar las inversiones realizadas en años anteriores.

En el año 2006 Millicom incursionó en el país con la compra del 50% de Colombia Móvil⁸, quien bajo la marca Tigo ofrece el servicio de telefonía móvil (modalidades de postpago y prepago), *roaming* internacional e internet. Entre 2009 y 2012, Colombia Móvil logró una tasa promedio de crecimiento de sus ventas de 18,05% (porcentaje superior al registrado por otros operadores de la industria), mantuvo un margen EBITDA cercano al 24% (valor similar al observado en UNE) y aumentó su participación de mercado de 11,95% en 2011 al 14,85% a junio de 2013.

Según lo establecido en el compromiso de fusión, EPM y el Inder⁹ pasarían de tener el 99,99% del total de las acciones de UNE al 50% más una acción y cederían el control administrativo y financiero del Calificado a Millicom. Por tal motivo, no se prevé un riesgo en términos de la continuidad del plan de negocios actual de UNE o de su objeto social debido al carácter estratégico que tiene el Emisor para las dos compañías y a la necesidad que tendrá Millicom de obtener el voto favorable de EPM para aprobar las principales decisiones de la empresa fusionada, las cuales se detallan en la sección 3 de este documento.

El capital suscrito y pagado de la entidad fusionada estaría compuesto por 8'446.624 acciones de las cuales 8'446.621 serían de clase A u ordinarias y 3 serían clase B o preferenciales. EPM y el Inder mantendrían la participación mayoritaria con 4'223.310 acciones ordinarias y la totalidad de las preferenciales.

⁷ Anualizado.

⁸ Entidad de la cual también son accionistas la Empresa de Teléfonos de Bogotá (ETB) y UNE, cada una con el 25% de participación.

⁹ Instituto de Deportes y Recreación de Medellín.

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.

De acuerdo con el *shareholder's agreement*, la Junta Directiva de la entidad fusionada estaría compuesta por siete miembros, de los cuales cuatro serían propuestos por Millicom y tres por el Grupo EPM, cada uno con sus respectivos suplentes. El presidente de la compañía fusionada y representante legal principal será nombrado de una lista de candidatos presentada por Millicom, el gerente financiero será elegido de una plancha que contendrá dos candidatos propuestos por Millicom y un candidato presentado por EPM y el gerente de la oficina de auditoría será designado por EPM.

Como parte de la operación, Millicom aportaría a la empresa fusionada US\$860 millones, de los cuales US\$632 millones se utilizarían para el pago de dividendos al Grupo EPM y los US\$228 millones restantes se mantendrían en caja para las decisiones de inversión de la Compañía. De esta forma, con respecto las cifras registradas a septiembre de 2013, el activo y el patrimonio de la empresa fusionada se incrementarían en \$1,8 billones y el pasivo no se vería afectado.

A la fecha de esta revisión, la MEGA 2022¹⁰ de UNE no se había modificado y su Plan de Negocio conserva como propósito la sostenibilidad entendida como el conjunto de condiciones económicas, sociales, y ambientales que favorecen la permanencia y el desarrollo de la empresa, objetivo alineado con el del Grupo EPM. La estructura de dicho Plan está basada en focos estratégicos, cada uno con un programa de proyectos: nueve para el año 2012¹¹ y cuatro para el año 2013¹². Los resultados observados a septiembre de 2013 son satisfactorios y acordes con lo inicialmente establecido en todos los proyectos, con excepción de la línea de movilidad que sigue registrando ingresos por debajo de lo presupuestado (47,65%).

De acuerdo con las expectativas actuales del Calificado, el logro de los US\$1.800 millones de ingresos incluidos en la MEGA de 2022 dependerá, de manera importante, de la evolución de las ventas del negocio de Movilidad, el cual pasaría de representar el 1,17% del total de los ingresos de UNE en 2012 al 17% en 2016. Dichas expectativas se consideran optimistas teniendo en cuenta que el

¹⁰ "Ser uno de los prestadores de servicios integrados de comunicación, información y entretenimiento más competitivos en Colombia brindando el mejor servicio en nuestras ofertas y soluciones, haciendo uso eficiente de los recursos y generando valor económico y social a nuestros grupos de interés, con un EBITDA de US\$500 millones y unos ingresos mínimos por ventas de US\$1.800 millones". Estas metas no incluyen las inversiones en Colombia Móvil.

¹¹ Los cuales eran: Posicionamiento de marca, 4GLTE, servicio, defensa del ingreso, talento humano, controlling, expansión rentable de la red, negocio internacional y productividad.

¹² Los cuales son: servicio, oferta, rentabilidad y retención y fidelización.

mercado colombiano ha requerido un mayor tiempo, respecto a lo inicialmente previsto, para comprender los atributos de la tecnología 4GLTE y que en 2014 concluirá el periodo de exclusividad con el que contaba UNE para ofrecer esta tecnología en el país. No obstante, la expansión de la prestación de los servicios 4GLTE a través de la telefonía móvil podría ser un factor que dinamizaría las ventas de esta línea de negocio

Con base en un ejercicio realizado por la Calificadora con datos estimados al cierre de 2013 es posible concluir que para alcanzar la MEGA UNE deberá mantener una tasa promedio de crecimiento de su ingreso de 5,66% hasta 2022, porcentaje factible teniendo en cuenta los datos históricos. Sin embargo, teniendo en cuenta que las ventas han estado apalancadas en el segmento fijo y que éste tiende a ser menos dinámico debido a la convergencia hacia lo móvil evidenciada en el sector de las telecomunicaciones, el logro de esta tasa de crecimiento requerirá cada vez mayores esfuerzos por parte de la Compañía.

El desempeño del segmento de movilidad en UNE se ha visto afectado por factores externos e internos dentro de los que cabe mencionar: 1) el retraso en la entrega del espectro limpio por parte del MINTIC¹³; 2) las dificultades en el despliegue de redes en las principales ciudades del país debido a la limitada oferta de sitios disponibles para su instalación; 3) la necesidad de adaptar las campañas publicitarias de la Entidad con el fin de educar al mercado colombiano sobre 4GLTE y contrarrestar las agresivas estrategias de comunicación utilizadas por sus competidores en las que se ofrecen servicios similares como tecnología de cuarta generación; y 4) los ajustes en los inventarios y la red de distribución que UNE tuvo que realizar como parte de su proceso de aprendizaje sobre la comercialización de la tecnología 4GLTE.

El mayor periodo de permanencia que UNE logró en las ventas de servicios 4GLTE le permitirá garantizar ingresos recurrentes por este concepto de al menos \$55.000 millones durante los próximos tres años. No obstante, la entrada en 2014 de los operadores a quienes en 2013 el MINTIC adjudicó licencias para usar el espectro 4G es un factor que afectaría el cumplimiento del presupuesto de los ingresos provenientes de la línea de movilidad. Si bien las condiciones que deben cumplir estos nuevos competidores son más exigentes que las que el Calificado debió asumir en su momento y aunque se incluyeron medidas de regulación asimétrica para minimizar el efecto de la posición dominante de Claro, no se esperan retrasos significativos en la puesta en marcha de los servicios 4G por parte de los nuevos operadores (que se efectuaría en el segundo semestre de 2014) debido a que el despliegue de redes estaría apalancado en la infraestructura que actualmente poseen.

¹³ Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones.

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.

Sobre los demás proyectos macro establecidos por UNE se destaca lo siguiente: 1) tres de ellos (*controlling*, negocio internacional y expansión rentable de la red) finalizaron en 2013, generaron ahorros estimados de \$25.000 millones y lograron introducir mejoras en la operación que continuarían impactando favorablemente durante los próximos años; 2) los resultados positivos derivados de los esfuerzos realizados en el posicionamiento de la marca UNE, la cual se mantiene como una de las más reconocidas por el mercado colombiano en el sector de telecomunicaciones¹⁴; 3) el programa de Motivación – Talento Humano fue asumido por la Vicepresidencia de Gestión Humana y Administrativa una vez se fortalecieron los procesos adscritos a la misma; y 4) la ejecución de los tres proyectos restantes (servicio, defensa del ingreso y productividad) conllevó a que el Calificado redujera su *churn rate*¹⁵ promedio al pasar de 25,73% en diciembre de 2012 a 21,95% en diciembre de 2013.

Para 2014, UNE reorganizará los proyectos abiertos a cierre de 2013 focalizándolos bajo el concepto de servicio. El objetivo de este cambio es fortalecer la atención, experiencia y satisfacción de sus clientes, uno de los factores diferenciadores de la Compañía frente a sus competidores.

Si bien el Emisor no ha alcanzado las ventas esperadas en la línea de movilidad, la dinámica positiva evidenciada en el segmento fijo contribuyó a que sus ingresos totales mostraran un aumento de 7,37% a septiembre de 2013, con lo cual se mantuvo la tendencia observada durante los últimos años (7,43% en 2011 y 8,07% en 2012). El empaquetamiento de sus productos a través de servicios jalonadores de ventas como el internet dedicado¹⁶ y la televisión ha sido un aspecto fundamental en la obtención de estos resultados y le ha permitido al Calificado moderar el impacto del marchitamiento evidenciado en la telefonía fija y los servicios de larga distancia.

La efectividad observada en las estrategias comerciales implementadas por UNE conllevaría a que el incremento de sus ingresos para el periodo 2014-2016 fuese similar al crecimiento anual promedio de los últimos cuatro años (6,90%), manteniéndose el negocio fijo como el más representativo dentro de las ventas totales. No obstante, la forma como la Compañía se adapte a las tendencias actuales de la industria de las

¹⁴ Primer lugar entre las telcos en el segmento Corporativo, segundo lugar en el segmento Pymes y el segmento Hogares y Personas. Fuente: Estudio de salud de marca realizado en 2013 por Millward Brown.

¹⁵ Calculado como el ratio entre el número de clientes que discontinúan el servicio en los últimos 12 meses sobre el promedio de clientes que se tuvo en ese periodo.

¹⁶ Corresponde el servicio de internet ofrecido dentro del segmento fijo con tecnologías diferentes a 4G.

telecomunicaciones (convergencia acelerada de lo fijo hacia lo móvil, requerimientos de anchos de banda cada vez mayores y una fuerte competencia vía precio) será un factor clave en esta materia y, por ende, la posible fusión con Millicom cobraría mayor relevancia.

La creciente demanda de servicios de telecomunicaciones a través de dispositivos móviles (*smarthphones*, *tablets*, portátiles, etc) ha conllevado a que la industria modifique permanentemente la oferta de equipos, aplicaciones y contenidos. Esto se ha traducido en una dinámica competitiva más intensa en la que los operadores están buscando consolidarse en el mercado a través de fusiones y alianzas estratégicas entre empresas de voz y de servicios de valor agregado (datos). En el mercado colombiano, ejemplos de ello son la fusión efectuada en abril de 2012 entre Movistar y Telefónica-Telecom y las alianzas anunciadas entre algunos operadores locales con empresas especializadas en el desarrollo de aplicaciones y plataformas sociales.

Un aspecto al que la Calificadora hará seguimiento durante próximas revisiones de la calificación será el impacto que tengan los cambios en el marco regulatorio del sector observados durante 2013 sobre la reducción de la posición dominante de Claro en el mercado de voz, la promoción de la competencia y las facilidades y el compartimiento de la infraestructura.

A septiembre de 2013, datos, televisión, internet dedicado y servicios profesionales continuaban siendo los productos más dinámicos del segmento fijo, con una participación conjunta de 52,17% en el total de ingresos y crecimiento anual de 12,23%, 21,67%, 9,86% y 9,31%, respectivamente. Además del empaquetamiento, otras acciones ejecutadas por la Compañía para incrementar sus ingresos fueron: 1) diferenciación por segmentos de productos y planes; 2) implementación de programas encaminados a retener y fidelizar a sus clientes; 3) desarrollo de la oferta de Internet y telefonía fija inalámbrica; 4) mayor efectividad de sus campañas publicitarias; 5) ofertas promocionales; 6) participación en el Plan Vive Digital¹⁷, cuyo número de usuarios creció un 17,04% al tercer trimestre de 2013; y 7) potencialización del segmento corporativo, a través de aplicaciones y servicios especializados que garantizan la seguridad de la información.

Aunque las ventas de telefonía fija y de servicios de larga distancia mantienen la tendencia decreciente presentada desde 2010, la reducción de 2,11% registrada a septiembre de 2013 en estos dos rubros fue menor a la evidenciada en 2012 de 3,30%. Esta dinámica perdurará

¹⁷ Plan del MINTIC por medio del cual se busca la masificación, la penetración, uso y apropiación de las tecnologías de la información y las comunicaciones, a través de incentivos por el lado de la oferta y de la demanda de estos servicios.

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 el mediano plazo por el impacto positivo de las estrategias comerciales implementadas por UNE, como la oferta de voz sin fronteras, el empaquetamiento y la telefonía fija inalámbrica.

Al tercer trimestre de 2013, el EBITDA¹⁸ acumulado del Emisor tuvo un aumento de 23,94%, crecimiento sobresaliente en comparación con el registrado en 2012 por la Compañía y por el grupo comparable (6,04% y 2,02%, respectivamente) y que se reflejó en un incremento de su margen EBITDA de 19,64% a 21,87%. Este comportamiento se explica por: 1) la dinámica positiva de los ingresos; 2) los ahorros generados por el establecimiento y la ejecución de medidas de control de los egresos; 3) la reducción del costo de prestación de algunos servicios del segmento fijo como resultado de su apalancamiento sobre la red LTE; y 4) la estabilización de las depreciaciones y amortizaciones luego de los ajustes contables realizados en 2012.

Como resultado de las políticas comerciales y de control de costos y gastos implementadas, la Empresa logró optimizar sus requerimientos de capital de trabajo (KTNO¹⁹) de forma que este rubro se convirtió en una fuente de recursos para la Entidad. El efectivo neto derivado por actividades de operación (FCO²⁰) pasó de \$287.006 millones en septiembre de 2012 a \$445.393 millones al mismo mes en 2013, un crecimiento de 55,19%. A su vez, tal aumento contribuyó a que el Calificado pudiese cubrir de manera holgada sus necesidades de inversión (\$260.031 millones) y obtener por primera vez desde 2010 un flujo de caja libre²¹ positivo (\$320.443 millones).

A septiembre de 2013, el EBITDA generado por el segmento fijo fue de \$394.355 millones, con un crecimiento de 34%, y permitió compensar las pérdidas derivadas del negocio de movilidad, cuyo EBITDA fue de -\$76.131 millones. La menor demanda que ha tenido este último negocio en comparación con lo inicialmente proyectado permite prever que no se presentarán cambios en este aspecto y que el logro de una base de clientes recurrentes lo suficientemente grande para cubrir los costos de prestar este servicio tomará más tiempo de lo contemplado inicialmente.

¹⁸ Calculado como: utilidad operacional + depreciaciones y amortizaciones del costo y del gasto. Los valores de EBITDA presentados en este reporte difieren de los suministrados por UNE, dado que la Compañía incluye las provisiones dentro de este rubro.

¹⁹ Calculado como: Inventarios + deudores servicios – Cuentas por pagar asociadas a la adquisición de bienes y servicios nacionales.

²⁰ Flujo de Caja Operacional. Para efectos de análisis se toma el efectivo neto derivado por actividades de operación como aproximación de esta variable.

²¹ Para el análisis se emplea como aproximación el efectivo neto después de actividades de inversión presentado en el Flujo de Efectivo de la Compañía.

Además de la utilización de la infraestructura LTE para ofrecer servicios del segmento fijo, otras de las medidas aplicadas por la Compañía para reducir sus costos son: 1) control estricto de OPEX y CAPEX; 2) centralización y control de las compras a través de un comité creado para tal fin; 3) gestión *end to end* del proceso de atención al cliente, lo que se vio reflejado en una reducción del número de daños por cada cien líneas en servicio²²; 4) optimización del inventario y de los costos de personal y *outsourcing*; 5) mejores condiciones comerciales con sus proveedores de equipos y con los contratistas encargados de la instalación; 6) generación de mayores incentivos para el uso de la factura virtual; y 7) contratación de cable submarino con la compañía brasileña GlobeNet por un periodo de 19 años, lo cual le permitió al Calificado disminuir el gasto de arriendos por este concepto y mejorar la calidad del servicio de banda ancha.

Como resultado de las políticas comerciales y de control de costos y gastos implementadas por UNE, la Empresa logró optimizar sus requerimientos de capital de trabajo (KTNO²³) de forma que se convirtieron en una fuente de recursos para la Entidad. Así, el efectivo neto derivado por actividades de operación (FCO²⁴) pasó de \$287.006 millones en septiembre de 2012 a \$445.393 millones al mismo mes en 2013, un crecimiento del 55,19%. Tal aumento, a su vez, contribuyó a que el Calificado pudiese cubrir de manera holgada sus necesidades de inversión (\$260.031 millones), obteniendo por primera vez desde 2010 un Flujo de Caja Libre²⁵ positivo (\$320.443 millones).

Si bien el valor del plan de inversiones que el Emisor pretende ejecutar entre 2014 y 2016 es significativo (\$1,2 billones) y tiene una flexibilidad limitada debido a su carácter estratégico y a las exigencias del sector, la mayor generación de recursos que UNE alcanzaría durante dichos años (FCO anual promedio de \$500.000 millones) le permitiría cubrir sus necesidades de CAPEX sin recurrir a un endeudamiento adicional superior al contemplado actualmente.

La mayor cantidad de inventarios que la Compañía debe mantener para apalancar la línea de movilidad conllevó a que se presentará un deterioro en la productividad del KTNO²⁶, pues mientras que en 2012 por cada peso invertido en este rubro la empresa generaba 30,71 pesos

²² De 28,71 en 2012 pasó a 18,10 en septiembre de 2013.

²³ Calculado como: Inventarios + deudores servicios – Cuentas por pagar asociadas a la adquisición de bienes y servicios nacionales.

²⁴ Flujo de Caja Operacional. Para efectos de análisis se toma el efectivo neto derivado por actividades de operación como aproximación de esta variable.

²⁵ Para el análisis se emplea como aproximación el efectivo neto después de actividades de inversión presentado en el Flujo de Efectivo de la Compañía.

²⁶ Calculada como: ventas/KTNO.

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.

de ventas, para septiembre de 2013 este valor alcanzó 20,94 pesos, no obstante, esta última cifra fue superior a la observada en las entidades comparables (5,15 pesos para 2012). El mayor periodo de permanencia que la Empresa ha logrado conseguir en las ventas a sus clientes y el aprendizaje que ha adquirido sobre la comercialización del segmento de movilidad son factores que contribuirán a que la productividad del KTNO retorne a los niveles observados en 2012 en el futuro.

A septiembre de 2013, la Entidad había ejecutado el 71,97% del CAPEX que tenía presupuestado para dicha fecha (\$361.924 millones) y la línea de movilidad era uno de los rubros con el menor cumplimiento (57,94%). Como se mencionó anteriormente, esta situación es producto de la limitada oferta de sitios disponibles para la instalación de redes en las principales ciudades del país y de un crecimiento de la demanda de la tecnología 4GLTE menor al inicialmente proyectado. Para 2014 la Compañía no planea efectuar modificaciones significativas en su nivel de inversiones; sin embargo, la realización de las mismas estará delimitada por la estrategia comercial que implementen los nuevos operadores en relación con el 4G y la evolución de la dinámica inmobiliaria en el país.

La reducción de las obligaciones financieras junto con el mejor desempeño operacional del Calificado conllevaron a que la relación deuda/EBITDA disminuyera al pasar de 2,64 veces en 2012 a 2,12 veces a septiembre de 2013. De acuerdo con las estimaciones del Calificado de cierre de 2013, para dicho año este indicador alcanzaría un máximo de 2,48 veces por la adquisición de un crédito de \$310.000 millones en noviembre de 2013, que sería pagado completamente durante el primer trimestre de 2014. Asumiendo el cumplimiento de las expectativas de la Compañía, para el periodo 2014-2016 esta relación retomaría la tendencia decreciente evidenciada a septiembre de 2013 y alcanzaría un mínimo de 1,47 veces en 2016.

Para el tercer trimestre de 2013, la deuda total del Emisor ascendía a \$909.077 millones y estaba compuesta por: 1) \$300.000 millones, correspondientes a los bonos emitidos en 2010; 2) \$300.000 millones de los bonos emitidos en 2011; 3) \$300.000 millones del crédito sindicado modalidad *club deal*²⁷ (del cual están pendientes de desembolso \$100.000 millones); y 5) \$9.077 millones por concepto de intereses. A septiembre de 2013, la Entidad había amortizado completamente el empréstito que había adquirido con el JP Morgan Chase Bank (el cual la obligaba a cumplir ciertos *covenants*) y el préstamo interno que tenía con EPM.

²⁷ Es una modalidad de empréstito en la que participan varias entidades bancarias y cada una presta un porcentaje del total de la deuda solicitada.

UNE presenta una alta concentración de vencimientos en 2015 y 2016 debido al pago de la primera serie de cada una de las emisiones de bonos que actualmente se encuentran en el mercado (\$300.000 millones en total). De acuerdo con las proyecciones efectuadas por la Calificadora esta situación no representaría un riesgo para la Entidad bajo las condiciones de mercado actuales. En un ejercicio de tensión²⁸ efectuado por BRC para el periodo 2014-2016, las coberturas del servicio de la deuda con el EBITDA alcanzan un mínimo de una vez.

De acuerdo con la información suministrada por el área jurídica de UNE, a septiembre de 2013 la Empresa tenía 170 procesos abiertos en contra con pretensiones por \$437.659 millones. De estos casos, 42 tenían una alta probabilidad de fallo en contra del Calificado, representaban \$4.571 millones (0,16% del patrimonio de UNE) y se encontraban completamente provisionados.

Producto de las medidas implementadas para rentabilizar sus filiales internacionales, UNE logró incrementar el EBITDA generado por estas y, de acuerdo con sus proyecciones preliminares, este rubro alcanzaría los US\$ 8,94 millones al cierre de 2013, US\$6,12 millones más de lo generado en 2012. Las principales acciones ejecutadas por el Calificado para alcanzar este objetivo fueron la venta de algunas líneas de negocio que no eran rentables y un control más estricto en costos y gastos.

UNE tiene diez filiales: siete en calidad de controlante y tres como no controlante. A septiembre de 2013, con excepción de Colombia Móvil, estas empresas registraban un bajo nivel de endeudamiento y márgenes operacionales positivos, revirtiendo, en algunos casos, el comportamiento negativo evidenciado en años anteriores. Como parte de su estrategia corporativa, durante 2013 UNE incrementó su participación en la Empresa Telefónica de Pereira y en Edatel. Estas operaciones fueron financiadas con recursos propios y le permitirán al Calificado consolidar su posición como un operador integrado nacional.

Con el fin de realizar una recomposición de activos no operativos, necesaria para la fusión, el 22 de marzo de 2013 la Asamblea de Accionistas de UNE aprobó distribuir utilidades por valor de \$340.000 millones. A la fecha de esta revisión, \$223.000 millones ya habían sido pagados con el recaudo de una cuenta por cobrar que tenía el Calificado y el faltante se desembolsaría durante el primer semestre de 2014, sin que este contemplado realizar la adquisición de deuda adicional para ello.

²⁸ Los supuestos del escenario de tensión son: 1) los ingresos del segmento fijo crecen en 2014 a la tasa mínima histórica observada y de ahí en adelante a la inflación; 2) las ventas en el segmento de movilidad tienen un incremento inferior a lo proyectado; 3) no se obtienen mayores eficiencias operacionales; y 4) hay un incremento de las tasas de interés.

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.

2. ANÁLISIS DOFA

Fortalezas

- + Apoyo de su principal accionista, Grupo EPM.
- + Reconocimiento en el sector como la Compañía con mejores índices de satisfacción de los clientes.
- + Conocimiento y experiencia de la industria por parte de sus directivos.
- + Certificación del Sistema de Gestión de la Calidad en las normas ISO9001:2008 y NTCGP1000:2004.
- + Certificación del Sistema de Gestión de Seguridad de la Información, basado en la norma ISO/IEC 27001:2005.
- + Conocimiento de los hábitos del cliente gracias a su sistema de gestión *End to End*.
- + Capacidad tecnológica para soportar los servicios ofrecidos.
- + Fuerte presencia dentro del sector gubernamental.
- + Generación de sinergias operacionales como resultado del apalancamiento de su crecimiento en la infraestructura 4G.

Oportunidades

- + Capacidad de adaptarse y anticiparse más rápidamente a los desafíos de su industria y a la necesidad de comunicación del cliente, independientemente del medio que este escoja.
- + Expansión e incursión en capitales y ciudades intermedias del país, a través de la participación de la Entidad en el Plan Vive Digital.
- + Beneficios otorgados por parte del Gobierno Nacional para impulsar la masificación del uso de internet.
- + Desarrollo de servicios de valor agregado para potencializar el segmento corporativo.
- + Sistema de atención y servicio del cliente con posibilidad de mejora.
- + Políticas del gobierno enfocadas en programas para promover la competencia en el sector y regular la posición dominante de algunos operadores.

Debilidades

- + Mayor tiempo requerido para que la Compañía alcance masa crítica en la línea de Movilidad.
- + Necesidad de apoyo financiero externo para apalancar las inversiones requeridas para lograr crecimientos inorgánicos bajo un escenario sin fusión.
- + Baja participación en el espectro de banda baja, lo que limita la flexibilidad de su estructura de costos.
- + Oferta comercial incompleta en algunos mercados por cobertura limitada.
- + Dificultad para encontrar sitios de ubicación de las radio bases en las principales ciudades del país.

Amenazas

- + Entrada de otros operadores al mercado 4G en 2014.

- + Mayor tiempo requerido por parte del mercado colombiano para entender las ventajas de la tecnología 4G.
- + Dinámica decreciente del tráfico de telefonía fija y del servicio de larga distancia (nacional e internacional, entrante y saliente).
- + Estrategias de comunicación y de precios agresivas por parte de la competencia.
- + Variedad de productos sustitutos.
- + Entrada de nuevas firmas con experiencia, músculo financiero y esquemas de servicios a precios bajos.
- + Cambios en la regulación de las actividades realizadas por la Empresa.

3. FUSIÓN UNE – MILLICOM SPAIN CABLE²⁹

El objetivo de la fusión es combinar los negocios de UNE y Millicom de forma que se generen sinergias que aumenten su competitividad y fortalezcan las operaciones de las dos partes en Colombia. La transacción fue aprobada el 8 de mayo de 2013 por el Concejo de Medellín mediante el acuerdo No. 17, por la Asamblea de Accionistas el 22 de marzo de 2013 y por las asambleas de los tenedores de los bonos el 23 de enero de 2014. A la fecha de esta revisión se encontraban pendientes las autorizaciones por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio, la Superintendencia Financiera de Colombia y la Agencia Nacional de Televisión, no obstante, se espera que sean obtenidas durante el primer trimestre de 2014.

La composición accionaria de la compañía fusionada se presenta en el Cuadro No. 1.

Cuadro No. 1: Composición Accionaria UNE Fusionada

Accionista	Acciones ordinarias	Acciones preferenciales	%
EPM	4.223.309	3	50,000018%
Instituto de Deportes y Recreación	1	0	0,000012%
Millicom Spain Cable S.L.	4.222.467	0	49,989996%
Otros Millicom	844	0	0,009992%
TOTAL	8.446.621	3	100%

Fuente: UNE

La Junta Directiva será elegida por la Asamblea de Accionistas y estará integrada por siete miembros y un invitado permanente, cada uno de ellos con su respectivo suplente. De estos siete miembros, cuatro serán propuestos por los accionistas de Millicom y deberán ocupar los primeros renglones de la plancha, los tres restantes serán propuestos por el Grupo EPM y ocuparán los demás renglones. Mientras que UNE conserve los bonos o hasta el 31 de diciembre de 2020, dos de los tres designados EPM deberán tener la calidad de miembro independiente de la Junta Directiva.

²⁹ Basado en la información proporcionada por UNE, el Informe para la Asamblea General de Tenedores de los Bonos y el Compromiso de Fusión firmado entre UNE y Millicom Spain Cable.

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.

Reglas de las votaciones en la Asamblea de Accionistas

La Asamblea de Accionistas podrá deliberar con un número plural de accionistas que representen más del cincuenta por ciento de las acciones clase A (ordinarias). Salvo por las decisiones respecto de las cuales se establezca una mayoría especial (definidas más adelante), las decisiones se tomarán con el voto favorable del cincuenta por ciento más una (50%+1) de las acciones clase A.

Las siguientes decisiones requieren del voto favorable de los Accionistas EPM:

- ✦ Disolución, liquidación, y, en general, cualquier decisión relacionada con la existencia de la Compañía.
- ✦ Cualquier transformación de la naturaleza jurídica de la Compañía o modificación de los estatutos de la Compañía en la que el objeto social sea modificado.
- ✦ Cualquier decisión que resulte en la modificación de la composición accionaria de la Compañía.
- ✦ Cualquier decisión en relación con cualquier asunto regulado en el Acuerdo 17 de mayo 8 de 2013 del Concejo de Medellín.

La aprobación de las principales decisiones (se mencionan algunas de ellas) requerirá de por lo menos el voto favorable del setenta por ciento de las acciones clase A ("Mayoría Especial de Asamblea"):

- ✦ Admisión a un proceso de reestructuración de pasivos con arreglo a normas de insolvencia.
- ✦ Cualquier fusión, escisión u otra forma de consolidación o segregación de la Compañía.
- ✦ La venta de todos o sustancialmente todos los activos de la Entidad.
- ✦ La reforma de los estatutos de la Empresa en relación con cambios en el gobierno, incluyendo derechos de voto y nombramientos de la Junta Directiva, así como cambios del objeto social, domicilio, sede principal o reformas al derecho de preferencia.
- ✦ La emisión de acciones sin sujeción al derecho de preferencia y cualquier modificación a los tipos de acciones suscritas y en circulación.
- ✦ Cualquier oferta pública primaria en cualquier mercado de valores y el registro de valores emitidos por UNE o cualquiera de sus subsidiarias en cualquier mercado público de valores.
- ✦ La venta, enajenación o cualquier tipo de transferencia de espectro, infraestructura de torres, redes y activos de la Compañía, o de las subsidiarias, todos los cuales sean esenciales para la operación del negocio.
- ✦ La elección y remoción del revisor fiscal distinto de uno de los revisores fiscales autorizados (Deloitte & Touche, KPMG, PriceWaterhouseCoopers o Ernst & Young).

- ✦ Cualquiera de las decisiones anteriores en relación con una subsidiaria o una vinculada.

Reglas de las votaciones en la Junta Directiva de la Compañía y las subsidiarias

Las siguientes decisiones sólo podrán aprobarse con la mayoría especial de Junta y requieren cinco votos favorables, incluyendo el voto favorable del Presidente de la Junta Directiva:

- ✦ La venta o constitución de gravámenes sobre activos de propiedad de la Compañía que representen un valor igual o mayor a US\$80 millones por año calendario.
- ✦ Cualquier propuesta relacionada con la enajenación o devolución de espectro de la Entidad al MINTIC para dar cumplimiento a cualquier ley aplicable en relación con la propiedad, uso y explotación de dicho espectro.
- ✦ La venta o constitución de gravámenes sobre activos de propiedad de EDATEL S.A. E.S.P. o Empresas de Telecomunicaciones de Pereira S.A. que representen para dicha sociedad un valor igual o mayor a US\$40 millones por año calendario.
- ✦ La realización de cualquier inversión de capital (CAPEX) para la Compañía cuyo monto sea igual o superior a US\$80 millones para el año calendario respectivo.
- ✦ La aprobación de reglamentos de emisión y colocación de acciones.
- ✦ La celebración de operaciones de deuda que hagan que la deuda neta/ EBITDA sea superior a 2,5 veces.
- ✦ La realización de inversiones en otras personas.
- ✦ Inversiones en, o la creación de, nuevas líneas de negocio dentro del negocio que impliquen un costo superior a US\$100 millones durante el año calendario correspondiente.
- ✦ Inversiones en cualquier actividad que no esté relacionada con el objeto social de la Compañía.
- ✦ La aprobación de cualquiera de las decisiones anteriores por parte de una subsidiaria y en caso de ser posible, por parte de una vinculada.

4. EL EMISOR Y SU ACTIVIDAD

UNE EPM Telecomunicaciones S.A. ESP fue creada el primero de julio de 2006 como resultado de la escisión de la Unidad de Negocios de Telecomunicaciones que EPM tenía. La Empresa quedó constituida como una empresa 100% pública con la composición accionaria presentada en el Cuadro No. 2. Su objetivo es prestar servicios de tecnologías de información y comunicaciones bajo la premisa de conocer en detalle a sus clientes, identificar sus prácticas de consumo y diseñar soluciones a la medida de sus necesidades.

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.

Cuadro No. 2: Composición Accionaria de la Entidad a septiembre de 2013

ACCIONISTAS	(%)
Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	99,999905288%
Instituto Tecnológico Metropolitano (ITM)	0,000023678%
Empresas Varias de Medellín E.S.P. (EEVVM)	0,000023678%
Instituto de Deporte y Recreación (INDER)	0,000023678%
Empresa de Desarrollo Urbano (EDU)	0,000023678%
TOTAL	100,00%

Fuente: UNE.

Dentro del proceso de consolidación que ha venido desarrollando la Compañía se destacan las siguientes operaciones: 1) la integración operativa, comercial y organizativa con Orbitel S.A. ESP y Emtelco durante 2007; 2) la compra de Emtelsa y las compañías de televisión por cable Costavisión, de Cartagena, y TV Cable Promisión, de Bucaramanga; 3) la compra en 2009 de los clientes y la infraestructura de Visión Satélite de Cali; y 4) la firma del contrato de uso con Globalnet para la construcción de un cable submarino en la Costa Atlántica.

El portafolio de servicios de UNE se encuentra catalogado en nueve categorías:

a) Voz

- Telefonía Loca Fija.
- Telefonía IP.
- Larga Distancia Nacional e Internacional.
- Red Inteligente.
- Telefonía Pública.
- Telefonía Móvil.
- Tarjetas prepago empresarial.

b) Servicios para Gobierno

- Educación (aulas digitales, libros electrónicos, gestión del aprendizaje).
- Seguridad y Defensa.
- Salud (Teleimagenología y historia clínica en la nube)
- Justicia (audiencias virtuales, firmas digitales, gestión documental).
- Gobierno Electrónico.

c) Internet

- Banda Ancha: XDSL, WiMAX.
- Internet Dedicado, Empresarial y Conmutado.
- Internet Móvil 3G y 4G.
- Móvil Inalámbrico 4G

d) Data Center

- Alojamiento de Equipos.
- *Hosting* Dedicado.

- *Web Hosting*.
- *Hosting* de Base de Datos.
- *Mail Hosting*.
- Disco Duro Virtual.

e) Servicios Profesionales

- Mesa de Ayuda.
- Soluciones Integradas.
- Asistencia UNE

f) Datos

- *Lan to Lan*.
- IPVPN.
- Portador.
- Conectividad Nacional.

g) Cloud

- *School Cloud*.
- SAAS.

h) Servicios de contenido

- Televisión por Suscripción, incluido el servicio Pague por Ver (PPV).
- Televisión Digital Interactiva.
- Televisión Digital HD.
- Videoconferencia.
- Empresa Segura.
- Aplicaciones SAAS.

i) Soluciones para grandes empresas

- Comunicaciones Unificadas.
- Continuidad de Negocio.
- Mesa de Ayuda.
- Modernización Tecnológica.
- Internet *Data Center*.
- Gestión Documental.
- Telepresencia.
- *Renting* de Infraestructura.
- Seguridad Gestionada.

En junio de 2010 UNE ganó la subasta realizada por el MINTIC con la cual se le adjudicó un espacio del espectro radioeléctrico para poder operar los servicios de internet y movilidad con la tecnología 4G o *Long Term Evolution* (LTE). De acuerdo con lo informado por el Calificado, los requerimientos que la Compañía debe cumplir como parte de las obligaciones de la adjudicación (Cuadro No. 3) se han alcanzado según lo proyectado. El incumplimiento de estas condiciones podría generar para la Compañía desde sanciones económicas hasta la suspensión de la licencia.

UNE se ubica como la tercera empresa más grande de telecomunicaciones del país y cuenta con sólidas participaciones de mercado en los segmentos de internet dedicado (26,9%), televisión (23,7%) y larga distancia

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.

internacional entrante (43,9%). Las inversiones y estrategias comerciales que la Compañía está realizando le permitirían mantener estas participaciones en el mediano plazo.

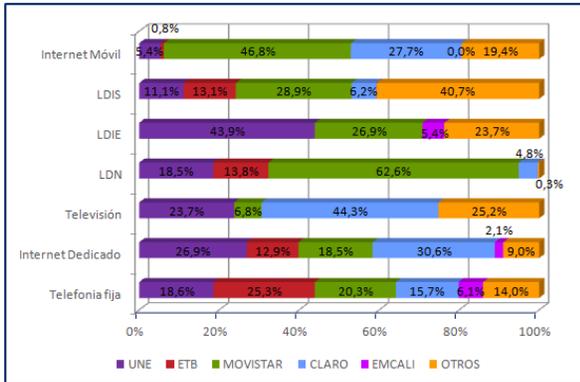
Cuadro No. 3: Requerimientos de Expansión

REQUERIMIENTOS DE EXPANSIÓN	PLAZO (*)
100% Municipios con Población superior a 500,000 habitantes	14 meses
80% Municipios con Población entre 250,000 y 500,000 habitantes	20 meses
80% Municipios con Población entre 250,000 y 500,000 habitantes	24 meses
100% Capitales de Departamento	30 meses

(*) Los plazos comenzaron a correr a partir del 30 de septiembre de 2011, fecha en la cual UNE recibió el espectro limpio para entrar en operación.

Fuente: UNE.

Gráfico No. 1: Participaciones de mercado a nivel nacional



Fuente: MINTIC. Datos al segundo trimestre de 2013.

A septiembre de 2013, la Compañía cuenta con participaciones accionarias en diez empresas, siete de ellas en calidad de controlante, como se observa en el Cuadro No. 4.

Cuadro No. 4: Compañías Filiales de UNE

Empresa	Participación	Ejerce Control
UNE Telefónica de Pereira - ETP	99,99%	Sí
TELEFONICA DE PEREIRA S.A. EDATEL	78,78%	Sí
UNE EPM-Bogotá S.A.	99,88%	Sí
EMTELCO S.A.	99,92%	Sí
ORBTEL ESPAÑA	100,00%	Sí
CINCO TELECOM EEUU	100,00%	Sí
ORBTEL SERVICIOS INTERNACIONALES S.A. - OSI	99,99%	Sí
COLOMBIA MOVIL	24,99%	No
ANDESAT	2,31%	No
COMPAÑIA TELEVISION CARTAGENA DE INDIAS	25,00%	No

Fuente: UNE.

Dichas entidades son³⁰:

- **Edatel:** empresa dedicada a la organización, administración y prestación de servicios de telecomunicaciones, con presencia en los departamentos de Antioquia, Córdoba, Sucre, Cesar y Santander, atendiendo el sector masivo (residencias) y el sector comercial (pymes y grandes clientes).
- **EPM Bogotá:** el proceso de absorción de esta empresa culminó con la autorización otorgada por la Superintendencia Financiera de Colombia el 29 de mayo de 2012. Presta servicios de telefonía residencial y empresarial, internet, transmisión de datos y productos de valor agregado.
- **Telefónica de Pereira:** presta sus servicios de voz, datos y televisión en los municipios de Pereira, Dosquebradas, Santa Rosa de Cabal, Cartago, La Virginia, entre otros.
- **Emtelco:** es una sociedad de economía mixta que ofrece soluciones integrales para la administración de su información, a través de centros de contacto denominados *Contact Center* y brinda soporte de *Outsourcing* en tecnología informática.
- **Orbitel Servicios Internacionales S. A.:** filial de UNE en la Zona Franca de Rionegro. Entró en operaciones en agosto de 2008 con el propósito de lograr crecimiento del negocio internacional aprovechando el nuevo régimen de zonas francas. su objetivo principal es atender operadores internacionales y desplegar desde allí el posicionamiento como un operador mayorista de larga distancia internacional, ya no solo con llamadas entrantes y salientes de Colombia, sino como un operador del orden latinoamericano, intercambiando tráfico a nivel mayorista desde y hacia cualquier país.
- **Cinco Telecom Corp:** es la filial del Calificado en Estados Unidos, con una presencia importante en el mercado norteamericano, especialmente en la Florida y Nueva York, y con productos y servicios dirigidos a la comunidad hispanoamericana residente en este país.
- **Orbitel Comunicaciones Latinoamericanas S.A.U.:** empresa española creada en Madrid en 2003, especializada en la prestación de productos de telecomunicaciones tales como locutorios, tarjetas prepago y *carriers* para la población hispanoamericana.
- **Colombia Móvil – TIGO:** operador de PCS (Servicio de Comunicación Personal) en Colombia. La empresa presta servicios de voz y datos en banda 1.900 MHZ y suministra cobertura a lo largo y ancho del país con tecnología GSM/GPRS.

³⁰ Fuente: Página web de UNE.

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.

- **Compañía de Televisión Cartagena de Indias S.A. – Canal Cartagena:** Empresa especializada en la realización de producciones para televisión, comerciales, publicidad y multimedia como un instrumento para la promoción de la imagen y productos de las empresas.

5. CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS DE LA INDUSTRIA DE LAS TELECOMUNICACIONES

- ✦ Ciclos cortos de obsolescencia tecnología.
- ✦ Requerimientos intensivos y permanentes de capital.
- ✦ Períodos de tiempo cada vez más largos para la recuperación de la inversión.
- ✦ Convergencia de lo fijo hacia lo móvil.
- ✦ Mayores requerimientos de capacidades de banda ancha, lo que implica actualizaciones permanentes de las redes.
- ✦ Crecimiento de la demanda de aplicaciones y contenidos, lo cual hace más atractivas las alianzas con las empresas especializadas en el desarrollo de las mismas.
- ✦ Cambios continuos en las necesidades de comunicación de los usuarios.
- ✦ Mayor rapidez en la transferencia de tecnologías entre países desarrollados y en desarrollo.
- ✦ En países emergentes buena parte de los servicios de la industria son considerados un bien de lujo, con un traslado gradual hacia bienes básicos.
- ✦ Presencia de multinacionales con robustez financiera en el mercado colombiano.
- ✦ Fuerte competencia vía precio.
- ✦ Frente a los ciclos económicos, la industria en periodos de expansión suele tener un incremento superior mientras que en recesión cae por debajo del crecimiento de la economía.
- ✦ Industria fuertemente regulada.

“La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del cliente y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos, la cual fue completa 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.”

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.

6. ANEXOS

Anexo No. 1: Estados Financieros

UNE EPM TELECOMUNICACIONES S.A. E.S.P. Balance General (en millones de pesos)	2010	2011	2012	sep-12	sep-13	Análisis Horizontal			
						2010	2011	2012	sep-13
ACTIVO									
Activo Corriente									
Efectivo	149.535	66.276	224.756	83.482	89.074	500,18%	-55,68%	239,12%	6,70%
Inversiones	190.449	153.086	21.955	10.768	35.531	158,33%	-19,62%	-85,66%	229,95%
Deudores	456.033	560.160	449.178	423.096	393.010	-6,57%	22,83%	-19,81%	-7,11%
Servicios de Telecomunicaciones	346.046	401.979	361.509	371.884	336.897	27,95%	16,16%	-10,07%	-9,41%
Prestación de otros servicios	33.298	27.683	28.395	40.235	32.676	-63,25%	-16,86%	2,57%	-18,79%
Depósitos y otros deudores	44.019	98.547	25.981	25.973	30.240	-33,64%	123,87%	-73,64%	16,43%
Anticipos saldos a favor de impuestos	32.427	19.815	36.715	25.807	30.362	-24,06%	-38,89%	85,29%	17,65%
Venta de bienes	11.007	10.917	11.911	7.033	17.137	102,18%	-0,82%	9,11%	143,66%
Rendimientos	1.698	33.566	33.771	1.323	24		1876,97%	0,61%	-98,17%
Difícil cobro - otros deudores	27.061	31.345	37.365	36.079	41.471	-69,79%	15,83%	19,21%	14,94%
Difícil cobro - servicios	96.277	95.904	139.384	130.190	155.117	66,92%	-0,39%	45,34%	19,15%
Provisión para Deudores(CR)	-135.800	-159.596	-225.854	-215.428	-250.914	0,83%	17,52%	41,52%	16,47%
Inventarios	13.140	22.017	28.341	27.983	36.891	3,54%	67,56%	28,72%	31,83%
Otros Activos corrientes neto	-	-	21.535	-	24.347				
Total Activo Corriente	809.157	801.540	745.766	545.329	578.853	34,98%	-0,94%	-6,96%	6,15%
Inversiones	525.076	488.867	437.550	426.800	515.897	-6,00%	-6,90%	-10,50%	20,88%
Deudores Neto	310.254	248.463	209.529	238.720	28.335	-8,14%	-19,92%	-15,67%	-88,13%
Propiedades, Planta y Equipo	1.522.030	1.680.534	1.830.350	1.820.720	1.792.595	8,53%	10,41%	8,91%	-1,54%
Otros Activos	1.352.550	1.461.662	1.325.158	1.310.621	1.299.447	45,98%	8,07%	-9,34%	-0,85%
Total Activo no Corriente	3.709.910	3.879.525	3.802.587	3.796.861	3.636.274	15,03%	4,57%	-1,98%	-4,23%
TOTAL ACTIVO	4.519.068	4.681.065	4.548.353	4.342.190	4.215.127	18,15%	3,58%	-2,84%	-2,93%
PASIVO									
Pasivo Corriente									
Cuentas por pagar	410.928	476.649	393.492	281.748	447.662	42,07%	15,99%	-17,45%	58,89%
Bienes y servicios Nles	260.071	283.757	178.327	117.469	109.837	62,22%	9,11%	-37,16%	-6,50%
Bienes y servicios exterior	20.361	32.714	32.963	30.808	25.206	-61,90%	60,67%	0,76%	-18,18%
Acreedores	85.395	63.462	85.781	91.228	112.034	210,89%	-25,68%	35,17%	22,81%
Subsidios Asignados	-	3	6	6	8			101,97%	50,51%
Impuestos	43.093	89.963	91.594	36.548	82.129	-7,88%	108,76%	1,81%	124,72%
Avances y Anticipos recibidos	2.008	4.490	4.415	5.277	394	60,50%	123,62%	-1,67%	-92,54%
Otras cuentas por pagar	-	2.260	406	413	118.053			-82,04%	28498,39%
Obligaciones financieras C.P.	131.553	125.651	123.402	200.104	39.077	75,82%	-4,49%	-1,79%	-80,47%
Obligaciones laborales	28.760	33.798	36.176	47.782	47.628	2,22%	17,52%	7,03%	-0,32%
Otros Pasivos	73.015	73.007	91.014	84.260	95.697	-13,41%	-0,01%	24,67%	13,57%
Pasivos estimados	8.149	-	-	-	5.250	41,79%	-100,00%		
Total Pasivo Corriente	652.404	709.106	644.084	613.895	635.314	35,28%	8,69%	-9,17%	3,49%
Pasivo no Corriente									
Obligaciones Financieras L.P.	525.783	713.351	841.242	641.242	870.000	50,02%	35,67%	17,93%	35,67%
Impuestos	-	79.064	40.451	-	-			-48,84%	
Pasivos Estimados	11.692	41.710	32.629	29.232	40.650	-15,98%	256,72%	-21,77%	39,06%
Otros Pasivos	124.585	128.270	120.935	193.506	102.108	29,64%	2,96%	-5,72%	-47,23%
Total Pasivo no Corriente	662.061	962.395	1.035.257	863.981	1.012.758	43,78%	45,36%	7,57%	17,22%
TOTAL PASIVO	1.314.465	1.671.501	1.679.341	1.477.875	1.648.072	39,43%	27,16%	0,47%	11,52%
PATRIMONIO									
TOTAL PATRIMONIO	3.204.603	3.009.564	2.869.012	2.864.315	2.567.055	11,19%	-6,09%	-4,67%	-10,38%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	4.519.068	4.681.065	4.548.353	4.342.190	4.215.127	18,15%	3,58%	-2,84%	-2,93%

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.

UNE EPM TELECOMUNICACIONES S.A. E.S.P Estado de Resultados (en millones de pesos)	2010	2011	2012	sep-12	sep-13	Análisis Horizontal			
						2010	2011	2012	sep-13
INGRESOS OPERACIONALES	1.605.282	1.724.569	1.863.766	1.367.087	1.467.898	5,20%	7,43%	8,07%	7,37%
Venta de Servicio	1.605.282	1.724.569	1.863.766	1.367.087	1.467.898	5,20%	7,43%	8,07%	7,37%
Local	558.519	635.029	634.496	479.310	477.629	0,24%	13,70%	-0,08%	-0,35%
Larga Distancia	178.535	167.383	141.464	106.656	95.982	-39,72%	-6,25%	-15,48%	-10,01%
Internet	310.441	388.940	436.612	321.623	360.641	7,38%	25,29%	12,26%	12,13%
Datos	61.713	73.837	111.109	80.895	98.428	-12,70%	19,65%	50,48%	21,67%
Televisión	197.740	234.901	290.682	217.899	239.379	26,10%	18,79%	23,75%	9,86%
Movilidad	0	163	21.799	15.169	28.917			13286,43%	90,64%
Servicios Profesionales	143.519	75.006	94.254	61.646	67.382	204,97%	-47,74%	25,66%	9,31%
Interconexión	29.532	31.852	51.749	38.212	42.101	14,07%	7,85%	62,47%	10,18%
Aplicaciones y Contenido			16.182	11.820	9.774				-17,32%
Arrendamientos	38.295	22.877	22.332	15.566	17.986	90,12%	-40,26%	-2,38%	15,54%
Venta de Equipos	32.486	38.637	39.126	15.257	27.450	183,96%	18,94%	1,27%	79,92%
Portador	17.345	20.810	0	0	0	-2,48%	19,98%	-100,00%	0,00%
Otros	37.157	35.134	3.960	3.034	2.230	10,43%	-5,44%	-88,73%	-26,50%
COSTO DE VENTA SIN DA	989.211	1.128.836	1.245.808	895.276	970.994	4,84%	14,11%	10,36%	8,46%
Cargos de Acceso	112.342	107.942	95.811	72.600	61.329	-4,69%	-3,92%	-11,24%	-15,53%
Costo de Terminación	10.197	6.940	6.447	4.463	5.148	-90,76%	-31,94%	-7,10%	15,33%
Uso de Redes y Programadores	93.362	105.946	118.289	87.846	103.809	14,85%	13,48%	11,65%	18,17%
Costo Venta de Equipos	22.039	33.542	42.120	15.384	37.675	63,91%	52,20%	25,57%	144,89%
Arrendamiento	56.096	94.221	105.757	79.518	84.886	3,12%	67,96%	12,24%	6,75%
Capacitación	20	232	0	0	137	-87,99%	1078,25%	-100,00%	
Gasto de Viajes	4.448	5.411	3.506	2.592	2.487	-18,13%	21,66%	-35,20%	-4,05%
Honorarios	6.573	16.570	13.114	9.327	10.032	12,12%	152,10%	-20,85%	7,57%
Impuestos, Contribuciones y T	57.253	55.227	60.930	43.582	48.859	30,29%	-3,54%	10,33%	12,11%
Interconexión	28.921	24.804	38.686	29.164	34.196	-1,79%	-14,24%	55,97%	17,26%
Mantenimiento y Reparaciones	87.638	108.268	124.845	91.772	91.639	10,30%	23,54%	15,31%	-0,14%
Materiales y Suministros	5.417	5.350	5.081	3.251	1.716	-39,12%	-1,24%	-5,02%	-47,21%
Otros	11.550	12.550	16.077	11.271	8.027	15,34%	8,65%	28,10%	-28,78%
Outsourcing	269.820	298.671	321.161	234.884	242.059	46,51%	10,69%	7,53%	3,05%
Personal	161.615	180.919	194.497	148.607	150.104	4,95%	11,94%	7,51%	1,01%
Propaganda y Publicidad	25.800	30.496	47.645	22.209	49.748	43,85%	18,20%	56,23%	123,99%
Seguros	3.476	4.206	5.353	4.086	3.776	-15,66%	21,00%	27,28%	-7,59%
Servicios Públicos	32.644	37.544	46.488	34.721	35.367	44,05%	15,01%	23,82%	1,86%
D&A CV	255.321	323.296	531.753	393.828	304.396	37,37%	26,62%	64,48%	-22,71%
COSTO DE VENTA TOTAL	1.244.532	1.452.132	1.777.561	1.289.105	1.275.390	10,20%	16,68%	22,41%	-1,06%
UTILIDAD BRUTA	360.750	272.437	86.205	77.982	192.508	-9,03%	-24,48%	-68,36%	146,86%
GASTOS OPERACIONALES	224.263	259.832	266.694	223.234	183.490	4,05%	15,86%	2,64%	-17,80%
De Administración	215.628	250.498	251.884	212.752	175.824	8,56%	16,17%	0,55%	-17,36%
D&A GO	8.635	9.334	14.810	10.481	7.666	-48,93%	8,09%	58,67%	-26,86%
UTILIDAD OPERACIONAL	136.486	12.605	(180.489)	(145.251)	9.018	-24,60%	-90,76%	-1531,93%	-106,21%
Otros Ingresos	129.720	93.762	102.249	62.630	69.056	47,08%	-27,72%	9,05%	10,26%
Otros Egresos	159.803	140.574	135.865	87.903	70.265	7,31%	-12,03%	-3,35%	-20,06%
UTILIDAD ANTES DE IMPOTOS	106.403	(34.208)	(214.105)	(170.524)	7.809	-11,55%	-132,15%	525,89%	-104,58%
Impuestos	19.053	13	-10.892	(14.895)	-26.654		-99,93%	-83881,75%	78,94%
UTILIDAD / PÉRDIDA NETA	87.350	(34.221)	(203.213)	(155.629)	34.463	-27,39%	-139,18%	493,83%	-122,14%
EBITDA	400.442	345.235	366.074	259.058	321.081	-5,14%	-13,79%	6,04%	23,94%

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.

UNE EPM TELECOMUNICACIONES S.A. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (Cifras en millones de pesos colombianos)	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Flujos de efectivo por actividades de operación:					
Resultado neto del período	87.350	-34.221	-203.213	-155.629	34.463
<i>Ajustes para conciliar el resultado neto del período con el efectivo neto provisto por actividades de operación:</i>	484.074	542.654	672.114	515.122	366.961
Depreciación de propiedades, planta y equipo	175.704	209.381	312.202	208.436	214.358
Amortización de otros activos	102.767	136.252	261.007	205.299	106.446
Provisión para cuentas de difícil cobro	49.179	64.310	42.658	31.205	40.765
Provisión para protección de inventarios	0	588	1.569	1.515	0
Provisión para protección de propiedad, planta y equipo	0	4.377	20.832	41.629	9.129
Provisión para inversiones patrimoniales	4.321	10.134	1.345	1.839	0
Provisión para impuesto de renta	19.053	13	-10.891	-14.895	5.250
Provisión para pasivos laborales	43.054	50.913	0	0	3.013
Provisión para pasivos estimados	0	25.702	4.766	1.369	1.410
Efecto neto diferencia en cambio no realizada	-545	-2.154	2.533	3.608	-27.744
Utilidad o pérdida por método de participación	36.803	1.875	-14.300	-3.481	-183
Resultado neto en venta de activos fijos	-1.189	-1.245	-3.764	285	-1.452
Recuperaciones de provisiones	-2.395	-18.619	-14.479	-14.498	-31.904
Baja de activos fijos	1.033	734	688	503	372
Baja de otros activos	100	736	1.477	671	519
Intereses de deuda	56.189	59.657	66.471	51.637	46.983
Efectivo generado en la operación	571.424	508.433	468.900	359.493	401.424
Cambios en activos y pasivos operacionales:					
Aumento (disminución) de cuentas por cobrar	-13.939	-170.730	68.324	104.480	19.346
Aumento (disminución) de inventarios	-278	-9.465	-7.892	-7.480	-8.549
Aumento (disminución) de cuentas por pagar	100.418	-14.747	-84.788	-194.586	11.112
Aumento (disminución) de obligaciones laborales	623	5.038	2.377	13.984	11.453
Aumento (disminución) de pasivos estimados	-59.705	-36.749	9.081	15.527	5.925
Aumento (disminución) de otros pasivos	17.183	3.677	10.672	-4.412	4.682
Variación Capital de trabajo	44.302	-222.976	-2.226	-72.487	43.969
Efectivo neto derivado por actividades de operación	615.726	285.457	466.674	287.006	445.393
Flujos de efectivo por actividades de inversión:					
Movimiento en deudores a LP	27.495	68.834	0	6.742	178.448
Movimiento de propiedades, planta y equipo	-295.181	-403.615	-528.704	-391.040	-221.536
Movimiento de inversiones patrimoniales	-1.844	8.982	37.087	36.540	-50.296
Movimiento de otros activos	-256.941	-201.536	-5.976	-15.067	-31.567
Efectivo neto derivado por actividades de inversión	-526.472	-527.335	-497.593	-362.825	-124.950
Efectivo neto después de actividades de inversión	89.254	-241.877	-30.919	-75.818	320.443
Flujos de efectivo por actividades de financiación:					
Créditos obtenidos	460.000	300.000	441.242	241.242	100.000
Amortizaciones de capital	-227.594	-121.415	-312.700	-232.700	-154.969
Intereses pagados	-56.318	-57.330	-70.274	-57.835	-47.581
Dividendos decretados	-24.000	0	0	0	-340.000
Efectivo neto derivado en actividades de financiación	152.088	121.255	58.268	-49.293	-442.550
Aumento y/o disminución de efectivo y sus equivalentes	241.342	-120.622	27.349	-125.111	-122.107
Efectivo y equivalentes al comienzo del período	98.639	339.984	219.361	219.361	246.711
Efectivo y equivalentes al final del período	339.981	219.361	246.711	94.250	124.604

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: Indicadores financieros

Rentabilidad	Histórico				
	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Ventas	1.605.282	1.724.569	1.863.766	1.367.087	1.467.898
EBITDA	400.442	345.235	366.074	259.058	321.081
Crecimiento en Ventas	5,20%	7,43%	8,07%	ND	7,37%
Margen Bruto	22,47%	15,80%	4,63%	5,70%	13,11%
Margen Operacional	8,50%	0,73%	-9,68%	-10,62%	0,61%
Margen neto sobre impuestos	6,63%	-1,98%	-11,49%	-12,47%	0,53%
Margen Neto	5,44%	-1,98%	-10,90%	-11,38%	2,35%
Margen EBITDA	24,95%	20,02%	19,64%	18,95%	21,87%
Ventas/ Activos	35,52%	36,84%	40,98%	ND	46,61%
ROA	1,93%	-0,73%	-4,47%	ND	-0,31%
ROE	2,73%	-1,14%	-7,08%	ND	-0,51%

Liquidez	Histórico				
	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Efectivo	149.535	66.276	224.756	83.482	89.074
Efectivo/ Activos	3,31%	1,42%	4,94%	1,92%	2,11%
Efectivo/ Pasivos Corrientes	22,92%	9,35%	34,90%	13,60%	14,02%
Razón Corriente	1,24	1,13	1,16	0,89	0,91
Activo corriente/ total pasivo	0,62	0,48	0,44	0,37	0,35
Prueba Ácida	1,22	1,10	1,11	0,84	0,85

Actividad	Histórico				
	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Capital de trabajo	31.155	106.601	60.686	141.331	93.829
Productividad del capital de trabajo	51,53	16,18	30,71	ND	20,94
Días de CxC	92,15	103,51	70,85	76,81	63,55
Días de CxP	133,13	121,17	85,84	72,23	68,70
Días de Inventario	4,78	7,02	8,19	8,44	10,26
Ciclo de efectivo	-36,20	-10,63	-6,81	13,02	5,10

Endeudamiento	Histórico				
	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Deuda	657.336	839.002	964.644	841.346	909.077
Deuda de CP (Monto)	131.553	125.651	123.402	200.104	39.077
Deuda de CP (%)	20,01%	14,98%	12,79%	23,78%	4,30%
Deuda de LP	525.783	713.351	841.242	641.242	870.000
Deuda de LP (%)	79,99%	85,02%	87,21%	76,22%	95,70%
Deuda / Patrimonio - Valorizaciones	23,36%	32,24%	39,04%	33,41%	41,99%
Deuda CP/ Patrimonio	4,11%	4,18%	4,30%	6,99%	1,52%
Deuda /Patrimonio	20,51%	27,88%	33,62%	29,37%	35,41%
Pasivo Corriente /Pasivo Total	49,63%	42,42%	38,35%	41,54%	38,55%
Deuda fin. / Pasivo Total	50,01%	50,19%	57,44%	56,93%	55,16%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	0,41	0,56	0,59	0,52	0,64

Coberturas*	Histórico				
	2010	2011	2012	sep-12	sep-13
Intereses/ Ventas	3,51%	3,32%	3,77%	4,23%	3,24%
Utilidad Operacional / intereses	2,42	0,22	-2,57	-2,51	0,19
Utilidad Operacional / Deuda	0,21	0,02	-0,19	ND	-0,03
EBITDA / Intereses	7,11	6,02	5,21	4,48	6,75
EBITDA / Deuda Fra.	0,61	0,41	0,38	ND	0,47
Deuda Fra / EBITDA	1,64	2,43	2,64	ND	2,12
FCO/ Deuda	0,94	0,34	0,48	ND	0,69
Servicio de la deuda	281.712	183.024	386.596	220.827	172.108
FCO/ Serv Deuda	2,19	1,56	1,21	1,30	2,59
Ebitda/ Serv Deuda	0,94	1,82	1,41	1,83	1,81

* Intereses tomados del flujo de efectivo

FCO se aproxima con Efectivo neto derivado por actividades de operación

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 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.

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

▣ **Grados de inversión**

ESCALA	DEFINICIÓN
AAA	La calificación AAA es la más alta otorgada por BRC, 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.

▣ **Grados 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 no cuenta con la información suficiente 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.