

Industrial
Colombia
Análisis de Riesgo

ENKA de Colombia S.A. - ENKA

Calificación

	Calificación	
Bonos Ordinarios	B(col)	

Perspectiva

Estable

Indicadores Financieros

ENKA de Colombia S.A.

(Cop\$ MM) Últimos 12 meses	Sept-10	Sept-09
Ingresos	279.465	273.746
Margen EBITDA	0.7%	3.8%
Deuda Financiera Total	14.592	18.381
Caja y valores líquidos	62.439	84.663
Deuda Financiera / EBITDA	7.9	1.8
Deuda Financiera Neta / EBITDA	-26.1	-22.7

Fuente: Enka S.A.
Cálculos Fitch Ratings

Analistas

Felipe Vargas
+57 1 326 9999 ext: 1120
Felipe.Vargas@fitchratings.com

Diego Mauricio Barreto
+57 1 326 9999 ext: 1170
diego.barreto@fitchratings.com

Informes y Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras. 24 de Noviembre de 2009

Resumen de Calificación

El Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A., en reunión del 10 de Noviembre de 2010, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de la Emisión de Bonos Ordinarios ENKA de Colombia S.A., en adelante ENKA, decidió afirmar la calificación B (col), con perspectiva estable según consta en el Acta No. 1909 de la misma fecha.

Esta es una calificación altamente especulativa. Implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago oportuno depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Fundamentos

La calificación refleja la vulnerabilidad de los resultados operativos de la compañía frente a fluctuaciones económicas y de tasa de cambio, la fuerte competencia que enfrenta y la sensibilidad a variaciones en los precios. Asimismo, tuvo en consideración la evolución del nivel de endeudamiento, los indicadores de cobertura y su posición de caja.

ENKA se encuentra en un negocio cíclico, expuesto a fluctuaciones de precios, de volúmenes y de tasa de cambio. Así mismo, la compañía opera en un mercado altamente competido, lo que acentúa los riesgos inherentes a las características de su negocio. ENKA enfrenta una fuerte competencia en el mercado en el que participa, donde empresas extranjeras (principalmente asiáticas) cuentan con ventajas competitivas derivadas de una mayor escala de su operación. Fitch ve como positivas las estrategias implementadas con miras a desarrollar líneas de negocio donde ENKA logre mayor competitividad, a lograr mayor diversificación de sus mercados y a proteger la posición de la compañía frente a fluctuaciones del tipo de cambio.

Los resultados operativos recientes muestran un comportamiento negativo. La compañía logró una dinámica positiva en las ventas durante el último año (12,9% sept-10/sept-09), sin embargo, los incrementos en los costos de producción, particularmente en materias primas, y el comportamiento de la tasa de cambio, presionaron a la baja tanto el margen (0,7% sept-10/3,8% sept-09 12 meses) como en la generación de EBITDA (-22% sept-10/sept-09). Si bien Fitch reconoce los esfuerzos realizados por la administración, con la ejecución de estrategias con miras a lograr mayor estabilidad en los resultados operativos de la compañía, el impacto del comportamiento de diferentes variables de mercado puede llegar a superar los efectos de las estrategias implementadas.

Actualmente, la compañía presenta una posición de liquidez robusta, derivada de los esfuerzos de la administración por mantener un manejo conservador de su capital de trabajo y a los resultados obtenidos a partir del acuerdo de reestructuración. Al cierre de septiembre de 2010, ENKA registra recursos líquidos por cerca de \$65.000 millones, que cubren en 60 veces sus obligaciones financieras de corto plazo. La calificadora considera que la fortaleza de esta posición de liquidez debería moderarse en el corto-mediano plazo, en la medida que las inversiones de capital presupuestadas por la compañía (USD

29 millones) sean fondeadas con recursos líquidos. Fitch está a la expectativa de la velocidad en que ENKA logre rentabilizar esta nueva inversión y su impacto en el desempeño financiero de la empresa.

El nivel de apalancamiento así como los niveles de cobertura del servicio de deuda presentan un comportamiento volátil, generado por de la inestabilidad de los resultados operativos. Esto se evidencia en la volatilidad presentada por la relación Deuda Total / EBITDA (EBITDA / SD 1,0x 2007, 89x 2008, 5,9x 2009 y 7,9x 12 meses sept-10), así como en los niveles de cobertura del servicio de deuda (EBITDA / SD: 2,6x 2007, 0,02x 2008, 0,46x 2009 y 0,78x 12 meses sept-10). Lo anterior se mitiga en parte el nivel de activos líquidos, que permite que la compañía cuente con un nivel de apalancamiento negativo (-26x sept-10) y con recursos suficientes para atender su servicio de deuda. A pesar de esto, en la medida que la compañía ejecute las inversiones de capital planeadas, el efecto moderador de los activos líquidos tenderá a disminuir.

Factores Claves de la Calificación

- La calificación podría verse afectada positivamente por una combinación de los siguientes factores: mayor internacionalización siempre y cuando un porcentaje significativo de los resultados generados por las operaciones internacionales no se produzca en países con riesgo soberano inferior al colombiano, acompañado de una mayor estabilidad en sus resultados operativos.
- Generación de caja de las inversiones de capital proyectadas por ENKA
- Una disminución de la calificación podría darse en caso de que se mantenga el deterioro en el comportamiento de las ventas, en los indicadores crediticios y presente una tendencia de disminución en sus márgenes.

Eventos Recientes

En agosto la Junta Directiva de Enka aprobó una inversión de cerca de USD \$29 millones para una nueva planta de reciclaje de PET, que será financiada con los recursos líquidos con los que cuenta actualmente la compañía. Esta nueva planta, que se espera inicie operaciones en 2012 y que es el doble de la capacidad actual, cuenta con la tecnología necesaria para que la materia prima producida sea apta para la elaboración de envases para alimentos y bebidas.

El consumo de PET en Colombia ha mostrado un crecimiento importante en los últimos años (21% en promedio anual 2005-2009), tendencia que se espera continúe siendo positiva por lo menos en el mediano plazo. Así mismo, las exigencias en términos de responsabilidad ambiental plantean el objetivo que los envases PET comiencen a tener un componente cada vez mayor de PET reciclado; condición que concuerda con la nueva inversión de Enka. Vale la pena resaltar que este es un modelo de negocio que implica un importante componente tecnológico y de conocimiento de mercado, que se ajusta a las características de una empresa como Enka.

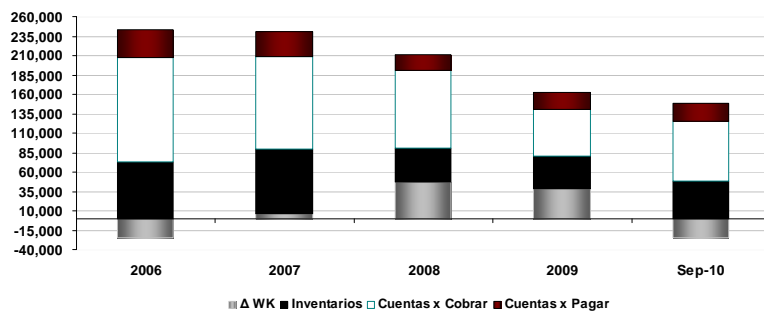
Fitch ve como positiva esta inversión en la medida que está en línea con la estrategia de la compañía de profundizar en el reciclaje de PET, de ampliar el portafolio de productos en esta línea de negocios, de lograr una mayor diversificación y de enfocarse en productos con mayor valor agregado. A pesar de esto, es importante enfatizar que la calificadora no cuenta aún con información suficiente para determinar el impacto que puede tener la nueva planta sobre el desempeño financiero de la operación de ENKA.

Endeudamiento y Liquidez

Al cierre del tercer trimestre de 2010 ENKA registra una deuda financiera total de \$14.592 millones, en donde la concentración en el corto plazo disminuyó de forma importante en el último año (7,2% sept-10/ 23,2% sept-09) lo que favorece su posición de liquidez. Del total de esta deuda, \$6.697 millones corresponden a los Bonos Ordinarios sujetos de la presente calificación, los cuales se empezarán a amortizar a partir del 2012. (Ver capítulo Características de la Emisión).

Con relación al comportamiento de su capital de trabajo, en lo corrido de 2010 hasta septiembre ENKA presentó la reactivación de sus ventas, lo que ocasionó un incremento en sus niveles absolutos de inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar. Lo anterior implicó que la compañía atrapara caja para soportar este crecimiento, lo que por ende afectó negativamente la capacidad de generación de flujo de caja operativo.

Comportamiento del Capital de Trabajo de Enka (2006-2010)



Fuente: ENKA de Colombia S.A.

La compañía logró una importante disminución en sus días de rotación del capital de trabajo. Sin embargo, esto no es aún suficiente para que la compañía logre tener un flujo de caja operativo positivo (-18.779 millones sept-10). Los valores de ventas (12 meses) de la compañía se encuentran aún por debajo de aquellos registrados a principios de 2009 y finales de 2008, impactados por la caída en las ventas presentada en 2009, lo cual limita el efecto positivo de la mayor rotación del capital de trabajo.

Evolución del Ciclo de Capital de Trabajo

	LTM Sep-10	Dic-09	Dic-08	Dic-07	Dic-06
Días de Cobranza	88.3	114.3	111.9	90.4	85.5
Días de Inventario	62.8	66.9	68.8	61.3	51.9
Ciclo Capital de Trabajo Bruto (días)	151.1	181.3	180.7	151.7	137.5
Días de Pago	29.7	32.3	29.1	27.0	28.7
Ciclo Capital de Trabajo Neto (días)	121.4	149.0	151.7	124.7	108.8

Fuente: Cálculos FitchRatings S.A. SCV

Las necesidades de capital de trabajo generadas por el crecimiento en ventas fueron financiadas con caja y valores líquidos, los cuales disminuyeron en el último año (-26%) alcanzando un valor de \$62.439 millones (sept-10). En opinión de Fitch actualmente la posición de liquidez de la compañía es fuerte, considerando su nivel de caja y la participación de obligaciones de corto plazo.

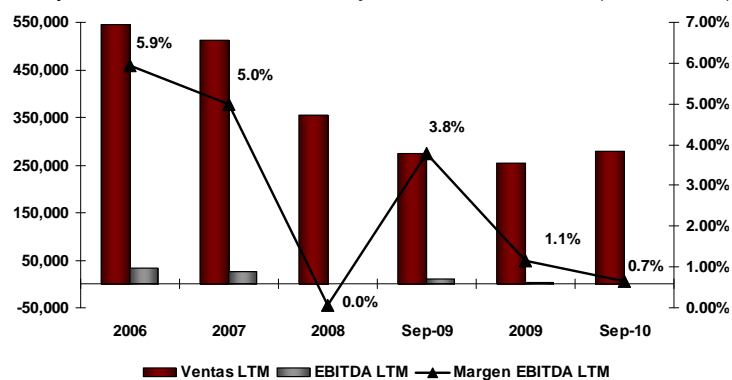
Sin embargo, la calificadora considera que la fortaleza de esta posición de liquidez podría moderarse en el corto-mediano plazo, en la medida que las inversiones de capital presupuestadas por la compañía, sean fondeadas con recursos líquidos y que a partir de 2012 Enka debe amortizar los pagos de su emisión de bonos. El impacto de estas dos situaciones sobre la liquidez de la empresa dependerá de la capacidad de rentabilizar sus inversiones de capital, mantener un ritmo creciente en sus ventas y

lograr recuperar la generación de EBITDA.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

En lo corrido de 2010 las ventas de Enka mostraron una importante recuperación, lo que implica un importante cambio frente a lo observado durante los últimos dos años. Pese a la caída en términos de volumen (-2,4%) y a la revaluación del peso (14,1%), al cierre de septiembre las ventas de la compañía alcanzaron un valor de 216 mil millones, que implican un crecimiento de 12,9% frente al mismo periodo del año anterior. Lo anterior refleja los buenos resultados de la compañía en términos de enfocar sus ventas en productos de mayor valor agregado, que permiten compensar parcialmente la dinámica del volumen y de la tasa de cambio.

Comportamiento de las Ventas y el EBITDA de ENKA (2006-2010)



Fuente: Enka Cálculos Fitch Ratings

A pesar del desempeño positivo de las ventas, en lo corrido de 2010 la generación y el margen EBITDA de la compañía presentaron un comportamiento negativo generado por el comportamiento de la tasa de cambio e incrementos en los precios de las materias primas. Es así como los costos de producción presentaron un ritmo de crecimiento (sept-10/sept-09 14,4%) que superó el presentado por las ventas, lo que generó una importante caída (12 meses 8,492 millones sept-10/sept-09) en la generación de EBITDA y en el margen EBITDA (12 meses 0,7% sept -10/3,8% sept-09). Este comportamiento confirma la volatilidad que han presentado los resultados operativos de Enka en los últimos años, su sensibilidad ante cambios en la tasa de cambio y en los costos de las materias primas.

El comportamiento actual e histórico de las ventas de los productos industriales y textiles de ENKA evidencia tanto las características cíclicas del negocio, como los riesgos a los que se encuentra expuesta la compañía. El incremento en los precios de los primeros eslabones de la cadena petroquímica, los problemas técnicos en grandes productores mundiales, la mayor competencia, la incertidumbre frente al futuro de los acuerdos comerciales y el comportamiento de la tasa de cambio continúan teniendo un efecto directo sobre el desempeño operativo de la compañía.

En cuanto a su nivel de apalancamiento (Deuda / EBITDA), este ha mostrado niveles elevados y un comportamiento altamente volátil producto de la inestabilidad presentada en la generación operativa de la empresa. Esto se refleja en el los niveles de la relación Deuda Total/ EBITDA alcanzados en diciembre 2008 (89,6x), diciembre 2009 (5,9x) y al cierre del tercer trimestre de 2010(7,9x). Este apalancamiento elevado y volátil es actualmente compensado por su posición en activos líquidos, que permite que la compañía tenga un endeudamiento neto negativo. Sin embargo, es importante resaltar que el nivel de caja de la compañía deberá disminuir en el corto-mediano plazo

con la inversión en la nueva planta de PET (USD 29 millones), lo que deberá impulsar nuevamente a que la compañía presente niveles de endeudamiento neto positivos.

En el caso de la cobertura de intereses, este indicador presentó un fortalecimiento pese a la disminución en la generación de EBITDA (4,1x sept-10/ 2,5x sept-09), lo que se explica por la disminución del saldo de deuda y la caída en las tasas de interés. No existe un espacio importante para que las tasas de intereses continúen bajando, por lo cual, la dinámica de cobertura de intereses dependerá fundamentalmente del comportamiento de la generación de EBITDA de Enka.

Evolución del Apalancamiento de Enka

	2006	2007	2008	2009	Sep-10
Deuda	155,489	26,155	15,006	17,457	14,592
Caja	25,808	33,143	57,397	84,087	62,439
EBITDA LTM	32,348	25,557	167	2,929	1,837
Deuda / EBITDA LTM	4.81	1.02	89.86	5.96	7.94
Deuda Neta/ EBITDA LTM	4.01	-0.27	-253.84	-22.75	-26.05

Fuente Enka. Cálculos Fitch Ratings

En lo corrido de 2010 hasta septiembre el flujo generado por las operaciones muestra un resultado positivo de 6.040 millones. A pesar de lo anterior, la variación negativa (-24.819 millones) presentada en el capital de trabajo de la compañía, generada por los mayores requerimientos de capital impulsados por el aumento de la demanda, hacen que la compañía registre un flujo de caja operativo negativo

Por su parte, las inversiones de capital realizadas por ENKA en los dos últimos años han sido enfocadas en el cambio de combustible en la producción (de gas a carbón) y en la construcción de la planta de reciclaje de PET. En lo corrido de este año las inversiones de capital han sido moderadas, con un acumulado a septiembre de \$1.016 millones, al igual que en los últimos años, han sido financiados con recursos propios de caja.

Perfil

ENKA fue creada en 1964 para la producción de polímeros y fibras sintéticas de poliamida (Nylon) y Poliéster. Actualmente, Enka es el mayor fabricante de fibras sintéticas del Grupo Andino atendiendo la industria de llantas, pesca, fibras de relleno y textil. Su planta de producción está ubicada en el municipio de Girardota, a 28 km de Medellín.

Las ventas de Enka están concentradas fundamentalmente en el Sector Textil (38%), donde se encuentran productos como Filamentos de Nylon, Filamentos de Poliéster, Fibra Lanera, Algodonera, en el Sector Llantero (22%) con el producto de lona para llantas y en el Sector Pesquero (21%) con hilo técnico de Nylon. Las ventas son complementadas por Fibras de Relleno (10%: Fibras de Mezcla para Relleno), PET (4%: Resinas de PET para fabricación de envases) y Otras líneas (4%: Resinas de Nylon y Comercialización de Productos Químicos) Esta distribución tiende a ser relativamente estable, aunque puede variar por dinámicas particulares de un mercado o de un producto. La participación de PET debería aumentar en el mediano plazo con las inversiones planeadas por la empresa en esta línea de negocio.

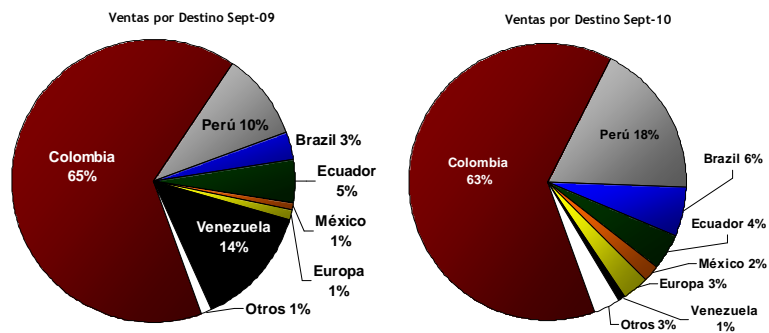
Distribución de Ventas de Enka por Línea de Negocio

Sector	% Ventas
Textil	38%
Llantero	22%
Pesquero	21%
Fibras de Relleno	10%
PET	5%
Otros	4%

Fuente Enka.

Su principal mercado sigue siendo Colombia (63%), sin embargo, durante el último año Enka ha logrado aumentar su participación en el mercado europeo, brasileño y peruano, y disminuir la participación de mercados que presentaron inconvenientes de tipo político/comercial como el ecuatoriano y el venezolano. En este sentido la empresa ha avanzado en su objetivo de llegar un mayor número de mercados, con mayores niveles de estabilidad económica y con productos de mayor valor agregado.

Evolución del Destino de las Ventas de Enka (2009-2010)



Fuente: Enka.

Operaciones

ENKA ha enfocado su estrategia en la reducción de costos y gastos operativos y administrativos, en la diversificación de mercados, en la implementación de coberturas “naturales” de tasa de cambio, en el enfoque a productos con mayor valor agregado y en contar con plantas de tecnología de punta.

En términos de costos de operación, la compañía ha logrado ahorros con la sustitución (mar-08) de la generación de vapor a partir de carbón, que reemplazó al gas natural. Igualmente Enka ha logrado importantes ahorros con cambios en las condiciones de contratación laboral, y con la reducción de los empleados administrativos. Así mismo, la compañía ha generado ahorros en su producción, activando sus líneas de producción sólo cuando las condiciones de mercado lo ameriten.

El caso del reciclaje de PET, es un claro ejemplo del enfoque de la compañía hacia negocio de alto valor agregado con el apoyo de tecnología de punta, y que ha beneficiado el buen comportamiento de la línea de fibras. La próxima inversión en la nueva planta de PET profundiza aún más la apuesta de la compañía en el desarrollo del negocio del reciclaje de este tipo de materiales.

Dentro las líneas de negocio se destacan los siguientes comportamientos:

- Hilos Industriales

Durante lo corrido de 2010 hasta septiembre las ventas de hilos industriales mostraron un comportamiento muy positivo (53% sept-09/sept-10) fundamentalmente por la recuperación de las ventas de hilo al sector pesquero chileno y peruano, así como por el buen comportamiento del mercado europeo. En adición a lo anterior, el segmento de lona para llantas presentó un buen comportamiento, particularmente en México, Brasil, Perú y Costa Rica, en donde se consolidaron y se generaron nuevos contratos con grandes multinacionales llanteras.

- **Resinas**

En el caso de las resinas el comportamiento fue negativo (-72%), como consecuencia de la parálisis del comercio con Venezuela durante la primera mitad del año. Si bien el comercio con este país ya se reactivó, Enka esta siendo muy cauteloso con sus ventas a este mercado, tomando especiales precauciones con cada operación.

- **Productos Comercializados**

Las ventas generadas por comercialización de productos químicos y materias primas mostraron un muy buen crecimiento (108%) en los primeros nueve meses del año. Las alianzas desarrolladas por ENKA con empresas internacionales con el fin de fortalecer su posición competitiva y lograr sinergias importantes por medio del conocimiento del mercado interno y la comercialización de productos importados están mostrando muy buenos resultados. Este negocio se ha complementado con la comercialización de productos químicos, adicional a la de productos textiles.

Ley 550

A comienzos de la década de 2000, el sector textil en Colombia atravesaba por una difícil situación que afectó directamente la rentabilidad de la empresa. Esta condición se profundizó aun más por las condiciones políticas y económicas presentes en los mercados de exportación, y junto con la acumulación de un pasivo muy elevado, obligaron a ENKA a realizar una reestructuración de sus acreencias bajo el amparo de la Ley 550 de 1999. Dicha reestructuración contempló el pago de las acreencias externas, que incluían entidades financieras, tenedores de bonos y proveedores.

En virtud del acuerdo de reestructuración, para las acreencias en moneda nacional se otorgó un periodo de gracia para el pago de intereses hasta el 30 de marzo de 2008 y de capital hasta el 30 de marzo de 2012. De manera que, los intereses acumulados antes y durante el período de gracia y los que se causen a partir del 1 de enero del 2012, se pagarán junto con la amortización de capital, en 40 contados trimestrales, el primero de los cuales será el 30 de marzo de 2012.

Con relación a las obligaciones contraídas en moneda extranjera, estas se pagarán en la moneda pactada, los intereses causados y no pagados antes del 5 de junio de 2002 se pagaran a una tasa del 0,02% anual. Asimismo, los pagos se harán en 40 contados trimestrales iguales, y en las mismas fechas establecidas para los acreedores en moneda nacional.

Para el pago de las acreencias fiscales y parafiscales, que corresponden a las obligaciones con la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), se otorgó un periodo de gracia de 2 años de capital e intereses, a partir del 2003. Posterior a este periodo, el pago de capital se hará de manera conjunta con el pago de intereses (causados durante el periodo de gracia, así como los intereses sobre saldos de las obligaciones que se causen hasta la fecha de su total cancelación) en veintiocho contados trimestrales sucesivos a partir del año 2005 hasta el 2011.

Es de resaltar que Enka ha cumplido oportunamente con todos sus compromisos dentro de las condiciones del Acuerdo de Reestructuración y posteriores reformas. A

septiembre de 2009 la compañía tiene un saldo de Ley 550 en capital \$23.015 millones. Todas las acreencias con la DIAN ya fueron canceladas.

Características de la Emisión

En 1996, la empresa realizó una emisión de bonos ordinarios con las siguientes características:

Tipo de Emisión	Bonos ordinarios
Monto de la Emisión	\$30.000 Millones
Saldo Actual de la Emisión	\$6.707 Millones
Fecha de Redención	40 cuotas trimestrales (durante el periodo 2012-2021)
Tasa de Interés**	DTF / 2 T.V.

**A partir del 2003, los intereses de los bonos se rigen por las condiciones del Acuerdo de Reestructuración al amparo de la Ley 550 de 1999, tal como se indica en el aparte de pago de intereses de acreencias en moneda nacional y extranjera.

Luego de realizar varias reestructuraciones de la deuda con el sector financiero, en febrero de 2003 ENKA firmó un Acuerdo de Reestructuración bajo el amparo de la Ley 550 de 1999, a través del cual se reprogramó el pago de las obligaciones financieras y otras acreencias con condiciones más favorables para la empresa.

De acuerdo con la reprogramación del pago de las obligaciones financieras, los intereses de los bonos se rigen por las condiciones del Acuerdo de Reestructuración y se pagarán a partir de 2008 en 16 contados trimestrales. Los intereses acumulados antes y durante el periodo de gracia se pagarán junto a la amortización del capital a partir de 2012. El capital se pagará en cuarenta (40) contados trimestrales entre los años 2012 a 2021

Resumen Financiero - ENKA de Colombia S.A.					
Cifras en Millones de Pesos Corrientes					
	sep-10	dic-09	dic-08	dic-07	dic-06
Rentabilidad					
EBITDA Operativo LTM	1,837	2,929	167	25,557	32,348
EBITDAR Operativo LTM	1,837	2,929	167	25,557	32,348
Margen de EBITDA (%) LTM	0.7%	1.1%	0.05%	5.0%	5.9%
Margen de EBITDAR (%) LTM	0.7%	1.1%	0.0%	5.0%	5.9%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	-8.8%	-9.5%	-0.9%	3.2%	0.1
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	-25.9%	-8.7%	8.4%	2.2%	-2.4%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	-1.8%	-2.1%	-5.0%	2.5%	6.1%
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	(35.33)	(21.48)	(1.33)	3.60	7.45
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	4.15	1.24	0.05	4.88	7.41
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4.15	1.24	0.05	4.88	7.41
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	0.78	0.46	0.02	2.64	3.92
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda LTM	0.78	0.46	0.02	2.64	3.92
FGO / Cargos Fijos LTM	(35.33)	(21.48)	(1.33)	3.60	7.45
FCL / Servicio de Deuda LTM	(30.17)	(3.13)	4.22	1.68	(1.08)
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	(3.69)	10.21	11.49	5.11	2.05
FCO / Inversiones de Capital LTM	(53.00)	(2.28)	4.34	2.27	0.23
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	(0.31)	(0.34)	(3.27)	1.39	4.78
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM	7.94	5.96	89.86	1.02	4.81
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Opera	(26.05)	(22.75)	(253.84)	(0.27)	4.01
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo LTM	7.94	5.96	89.86	1.02	4.81
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo LTM	(26.05)	(22.75)	(253.84)	(0.27)	4.01
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	8.0%	14.5%	16.7%	5.8%	2.9%
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0.071	0.226	29.6%	17.0%	2.5%
Balance					
Total Activos	592,254	653,241	609,556	661,337	701,431
Caja e Inversiones Corrientes	62,439	84,087	57,397	33,143	25,808
Deuda Corto Plazo	1,034	3,946	4,442	4,442	3,885
Deuda Largo Plazo	13,558	13,511	10,564	21,713	151,604
Deuda Total	14,592	17,457	15,006	26,155	155,489
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	14,592	17,457	15,006	26,155	155,489
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	14,592	17,457	15,006	26,155	155,489
Total Patrimonio	515,843	517,339	517,330	555,276	399,666
Total Capital Ajustado	530,435	534,796	532,336	581,431	555,155
Flujo de Caja (LTM)					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(48,095)	(53,002)	(8,040)	13,635	28,156
Variación del Capital de Trabajo	(23,034)	37,660	46,766	6,118	(24,201)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(71,129)	(15,342)	38,726	19,753	3,955
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(1,342)	(6,736)	(8,926)	(8,697)	(17,238)
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Caja Libre (FCL)	(72,471)	(22,078)	29,800	11,056	(13,283)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	6,214	-	-	-	-
Variación Neta de Deuda	(3,789)	(4,256)	(4,442)	(3,721)	8,129
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	-	-	-
Variación de Caja	(70,046)	(26,334)	25,358	7,335	(5,154)
Estado de Resultados (LTM)					
Ventas Netas	279,465	254,741	354,979	511,562	545,548
Variación de Ventas (%)	2.1%	-28.2%	-30.6%	-6.2%	8.3%
EBIT Operativo	(11,267)	(10,628)	(15,123)	7,694	13,320
Intereses Financieros Brutos	1,324	2,358	3,445	5,235	4,364
Alquileres	-	-	-	-	-
Resultado Neto	(9,345)	(10,873)	(27,003)	11,907	23,501

Fuente: Enka S.A. Calculos Fitch Ratings

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: María Paula Moreno, Cecilia Minguillon y Andrés Marquez. *Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co

T. TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación. La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.