

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA

CALIFICACIÓN INICIAL

RIESGO DE CAPACIDAD DE PAGO A LARGO PLAZO (BBB+)

Acta Comité Técnico No. 012

Fecha: Agosto 27 de 2009

Fuentes:

- Universidad de Cartagena.
- Estados financieros de la Universidad de Cartagena, con corte a Diciembre de 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 debidamente auditados.
- Estados financieros con corte a Junio de 2009.

Información Financiera

ESTADOS FINANCIEROS	Dic-08	Jun-09
Activos	266.386.857	263.672.137
Pasivos	19.998.666	17.302.240
Patrimonio	246.388.191	246.369.897
Ingresos Operacionales	80.435.597	44.910.558
EBITDA	1.144.686	-2.117.375
ROA	17,01%	0,98%
ROE	18,39%	1,05%

Cifras en miles de pesos

El comité técnico de calificación de Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en sesión del 27 de Agosto de 2009, según consta en el acta No. 012 de la misma fecha, decidió asignar la calificación inicial **Triple B más (BBB+)** a la Universidad de Cartagena.

La calificación **Triple B más (BBB+)** es la categoría más baja en grado de inversión, indica una capacidad adecuada para el pago de intereses y capital. Sin embargo, las compañías o emisiones calificadas en esta categoría son altamente vulnerables a la variación negativa de los factores de riesgo con respecto a aquellas calificadas en categorías más altas.

NOTA: La presente calificación se otorga dando cumplimiento a los requisitos establecidos en el Decreto 610 del 5 de Abril de 2002, emitido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en el cual se establece la obligación de las entidades descentralizadas de contar con una calificación de su capacidad de pago como requisito para gestionar endeudamiento externo u operaciones de crédito público interno o externo con plazo superior a un año.

Miembros Comité Técnico:

Javier Alfredo Pinto Tabini
Luis Delfin Borrero Cabrera
Javier Bernardo Cadena Lozano

Contactos:

Carmen Cecilia Medina R.
carmen.medina@vriskr.com

Luis Fernando Guevara Otálora
luisfguevara@vriskr.com

Tel: 2124586 / 1706

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE LA CALIFICACIÓN

La calificación asignada a la Universidad de Cartagena contempla la **alta concentración que tiene en las transferencias del Gobierno Nacional y Departamental y en el recaudo de la estampilla**, lo cual genera cierto grado de incertidumbre en la situación financiera de la Institución, en la medida que estos dos ingresos dependen altamente de la situación económica del país y del Departamento de Bolívar.

La Universidad de Cartagena es autónoma y es considerada como una de las instituciones educativas de mayor importancia en el Departamento de Bolívar y con fuerte influencia en el Caribe colombiano. **Es la única universidad pública de la ciudad, atendiendo a un gran número de estudiantes de los estratos 1, 2 y 3 de la región, razón por la cual sus ingresos provienen en mayor medida de la oferta de programas de postgrado.** Actualmente cuenta con 10 facultades, donde ofrece 27 programas de pregrado, 13 programas técnicos y tecnológicos, y 44 programas de postgrado, donde se incluyen dos doctorados. Del total de programas, actualmente cuatro se encuentran acreditados y tres se encuentran en proceso de acreditación.

La Universidad integró dos sistemas de gestión (MECI y NTC GP 1000) mediante la creación del SIG (Sistema Integrado de Gestión).

Adicionalmente, a finales de 2008 acogió el Código de Ética y el Código de Buen Gobierno. Actualmente cuenta con el Plan de Desarrollo Estratégico 2006 – 2010, el cual contempla políticas como la Gestión Académica, Gestión Científica y Tecnológica, Gestión para la Extensión y Proyección Social, Gestión Administrativa, Bienestar y Clima Organizacional Institucional, y Gestión para la Cooperación Institucional. **En Marzo de 2010 se llevará a cabo la elección del nuevo rector de la Universidad, por lo cual se espera que una vez se poseione, sea establecido un nuevo plan de desarrollo, el cual dispondrá las diferentes políticas y lineamientos de la Institución.**

La Universidad ha logrado mantener una tendencia creciente en el número de estudiantes inscritos en los programas de pregrado. A cierre del segundo semestre del 2008 contaba con una población estudiantil de 12.197 personas, registrando un incremento del 21,4% si se compara con el número de estudiantes del primer semestre del año 2006. **En cuanto a los programas de postgrado, el número de estudiantes matriculados se ha incrementado notablemente,** pasando de 245 estudiantes en el año 2000 a 982 estudiantes en el año 2008.

El resultado presentado por la Universidad en el último año fue positivo, teniendo en cuenta el crecimiento mostrado por los Ingresos Operacionales de 5,68% frente a una caída presentada en el 2007 de 1,16%. Este crecimiento fue ocasionado principalmente por la Venta de Servicios Educativos los cuales crecieron 57,54%, pasando de \$9.875,23 millones en Diciembre de 2007 a \$15.557,31 millones en Diciembre de 2008. Lo anterior fue el resultado principalmente de la mayor oferta de programas de postgrado y a los convenios que efectuó la Universidad con el ICETEX y el Banco de Crédito para financiar a los estudiantes. Aunque el incremento en las ventas de servicios educativos ha sido representativo, vale la pena señalar que **el principal componente de los Ingresos Operativos de la Universidad son las Transferencias, que concentran el 81,21% a Junio de 2009.** En opinión de Value and Risk, es importante que la Universidad continúe incrementando la población estudiantil, con el fin de aumentar los ingresos por servicios educativos y disminuir la fuerte concentración que tiene en las transferencias del Gobierno, las cuales dependen en gran medida de la situación económica del país y que en épocas de crisis se pueden ver disminuidas.

Adicionalmente, **la Universidad posee Ingresos provenientes del Recaudo de la Estampilla.** Los recursos obtenidos por su recaudo son destinados en su totalidad a actividades específicas, por lo cual, ningún porcentaje se dirige a cubrir gastos de funcionamiento. **Los ingresos por este concepto han mostrado una tendencia creciente a lo largo de los últimos años, pasando de \$1.401,06 millones en el año 2001 a \$6.883,24 millones en el 2008.** Se destaca el fuerte incremento presentado en Junio de 2009, periodo en el que los mismos ascendieron a \$29.939,04 millones, producto del reconocimiento de recursos por concepto del impuesto que adeudaba Ecopetrol a la Universidad, gracias a un fallo del Consejo de Estado y de la Contraloría General de la Nación.

El comportamiento del EBITDA de la Universidad ha sido bastante volátil en los últimos años y, en términos generales, ha mostrado una

tendencia decreciente, siendo negativo en Junio de 2009, por un monto de \$2.117,38 millones. El Margen Operativo fue de 1,42% en Diciembre de 2008 y de -4,71% en Junio de 2009, lo cual evidencia que **los gastos operativos de la Institución han sido superiores a la generación de su Utilidad Bruta.**

El Margen Bruto se ubicó en 62,99% en Diciembre de 2008, y en Junio de 2009 fue de 68,16%, lo cual indica que **los Costos de la Universidad se han cubierto adecuadamente, aspecto que ha sido posible gracias a las transferencias.** El Margen Neto presentó un crecimiento marcado a Diciembre de 2008, siendo de 56,32%, mientras que a Diciembre de 2007 fue de -2,29%. Lo anterior fue el resultado al **reconocimiento de los recursos que adeuda la Gobernación de Bolívar por concepto del recaudo de la estampilla, por un monto de \$46 mil millones.** De esta manera, el ROA y el ROE de la Universidad presentaron un repunte en Diciembre de 2008 (17,01% y 18,39%), disminuyendo de nuevo durante el primer semestre del 2009, al ubicarse en 1,96% y 2,1%, respectivamente. En general, **estos indicadores han presentado un comportamiento bajo con fluctuaciones a través de los años, lo que evidencia el grado de volatilidad presentado por la Institución en la generación de utilidades.**

Los altos niveles de liquidez presentados por la Universidad han permitido prepagar parte de sus obligaciones financieras, de tal manera que para el mes de Junio de 2009 las mismas se han reducido en \$3.250 millones. Cabe resaltar que el único endeudamiento contratado en los últimos cinco años correspondió a una deuda a largo plazo por un monto de \$7.000 millones. Al cierre del 2008 el nivel de Endeudamiento se ubicaba en 7,51%, concentrado principalmente en los pasivos operacionales generados por las cuentas por pagar por concepto de acreedores y adquisición de bienes y servicios. La relación de EBITDA / Gasto Financiero ha mostrado una tendencia decreciente, ubicándose en -4,08 veces en Junio de 2009, explicada principalmente por la generación negativa de EBITDA. Así mismo, y como resultado de la disminución presentada en el EBITDA, la relación Pasivo Financiero sobre EBITDA se incrementa de 5,75 veces en Diciembre de 2007 a 6,16 veces en Diciembre de 2008.

Los Activos Fijos de la Universidad ascienden a \$239.044,73 millones a Junio de 2009 y se encuentran concentrados principalmente en los claustros universitarios. **De acuerdo con la información suministrada por la Institución, actualmente todas las sedes se encuentran utilizadas al 100%.** Es por esta razón que en la actualidad se están construyendo 16 nuevas aulas, y en el primer semestre se entregaron 6 aulas nuevas, con el fin de ayudar a la expansión de los programas y la mejora de la planta física, adicionalmente, la Universidad planea en el segundo semestre de 2009 llevar a cabo obras por un valor de \$4.363,2 millones. Así mismo, se espera que al finalizar el año, como parte de pago de la deuda de la Gobernación de Bolívar, la Universidad reciba un hospital por un valor de \$12 mil millones, al cual se le esperan invertir \$15 mil millones en el año 2010 con el fin de adecuarlo.

El Flujo de Caja Operativo a Diciembre de 2008, mostró una recuperación con respecto al año inmediatamente anterior, pasando

de -\$5.115,66 millones a \$8.506,52 millones, crecimiento ocasionado principalmente por las menores necesidades de capital de trabajo. En opinión de Value and Risk, es importante que la Universidad incremente sus ingresos operacionales, en especial la venta de servicios educativos, teniendo en cuenta que piensa seguir llevando a cabo inversiones en CAPEX que son necesarias para el desarrollo de la operación de la Institución y que, en parte, serán financiadas por un crédito que espera adquirir a finales del año en curso.

Value and Risk realizó la validación de las proyecciones financieras suministradas por la Universidad y verificó la consistencia de las mismas con respecto a los resultados históricos y estructura financiera. Para ello realizó pruebas y escenarios de stress para verificar la fortaleza de la Institución para cubrir sus compromisos financieros ante escenarios menos favorables. En este sentido, la calificación otorgada es consistente con los niveles de riesgo, coberturas perspectivas y volatilidad observados. **Aunque existe una adecuada capacidad para cumplir con sus compromisos, ésta puede verse altamente afectada por la disminución en las transferencias del Gobierno.** Por esta razón, la Universidad tiene el importante reto de incrementar la venta de sus servicios buscando de esta manera, la diversificación de sus fuentes de ingresos.

Por último, la Universidad presenta contingencias a favor por un monto de \$29.895,31 millones, que corresponden al reconocimiento del pago de la estampilla por parte de Ecopetrol y cuya probabilidad de materialización es del 100%. Adicionalmente, es importante mencionar que Ecopetrol tiene otra deuda por un valor de \$107 mil millones por el mismo concepto y la Gobernación de Bolívar otra por un monto de \$116 mil millones aproximadamente por concepto de pensiones, sobre las cuales existen Acciones de Cumplimiento y se está esperando el fallo por el Consejo de Estado. Posee un pasivo pensional que ha ido incrementando a lo largo de los años y que de acuerdo con la Ley 30 de 1992 se paga: 12,5% por el Departamento de Bolívar, 63,8% por el Gobierno Nacional y el restante 23,7% por la Universidad.

ANTECEDENTES Y CALIDAD DE LA ADMINISTRACIÓN

La Universidad de Cartagena es una institución de educación superior, autónoma, de carácter académico, considerada una de las instituciones educativas de mayor importancia en el departamento de Bolívar y de las más influyentes en el Caribe colombiano.

El 6 de Octubre de 1827 se crea la Universidad del Magdalena e Itsmo, que inicia su operación el 11 de Noviembre de 1828, adicionalmente fue reconocida por disposiciones legales posteriores, entre ellas, la Ordenanza No. 12 de 1956 del Consejo Administrativo de Bolívar y el Decreto No. 166 del 24 de Febrero de 1983 de la Gobernación del Departamento de Bolívar. A través de los años, la Universidad cambió de nombre en diversas oportunidades¹ hasta llegar a la actual Universidad de Cartagena.

La Universidad inició con 4 facultades, Derecho, Medicina, Filosofía y Letras, y Tecnología. Actualmente cuenta con 10 facultades, Derecho y Ciencias Políticas, Ciencias Económicas, Ciencias Sociales y Educación, Ciencias Humanas, Medicina, Odontología, Ciencias Químicas y Farmacéuticas, Enfermería, y Ciencias e Ingeniería; además de los Programas de Educación Superior a Distancia. En total ofrece 27 programas de pregrado (20 en la modalidad presencial y 7 en la modalidad a distancia), 13 programas técnicos y tecnológicos, y 44 programas de postgrado, donde se incluyen dos doctorados².

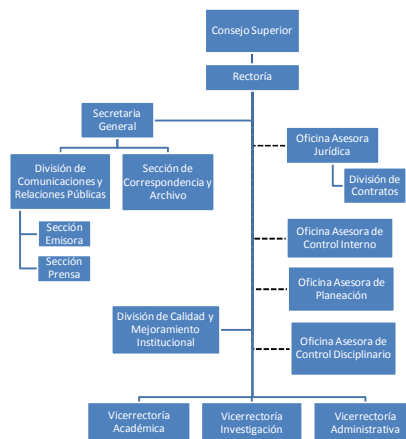
Los programas se ofrecen en cuatro sedes ubicadas en Cartagena: Claustro San Agustín, Claustro La Merced, Zaragocilla y Piedra de Bolívar. Adicionalmente, cuenta con sedes en Magangué y Carmen de Bolívar.

La estructura organizacional de la Universidad de Cartagena está compuesta por una diversidad de órganos que le permiten llevar a cabo su labor. A la cabeza de la organización se encuentra el Consejo Superior, que define las políticas para lograr la estabilidad, sostenibilidad y proyección de la Entidad, cuya elección se realiza cada cuatro

¹ Universidad del Segundo Distrito, Colegio Provincial de Cartagena, Instituto Bolivariano, Colegio del Departamento, Colegio Fernández de Madrid y Universidad de Bolívar.

² Doctorado en Ciencias Biomédicas y Doctorado en Medicina Tropical.

años a través de los estamentos de la Universidad: Docentes, Estudiantes y Personal Administrativo. De este organismo se desprende la Rectoría, que se encuentra liderando la Secretaría General, la División de Calidad y Mejoramiento Institucional y las Vicerrectorías Administrativa, de Investigación y Académica.



Fuente: Universidad de Cartagena

A Julio de 2009 la Universidad contaba con 1.844 empleados. Adicionalmente, cuenta con 733 jubilados, de los cuales 592 pertenecen a periodos anteriores al año 2002, a partir de esa vigencia, el número de pensionados adicionales por año se ha mantenido estable y en lo corrido de 2009 los pensionados adicionales han sido seis (6). Lo anterior debido a que una parte de los mismos es directamente asumida por el Seguro Social.

NUMERO DE JUBILADOS (JUNIO DE 2009)	
Antes de 2002	592
2003	15
2004	43
2005	19
2006	20
2007	19
2008	19
2009	6
TOTAL	733

Fuente: Universidad de Cartagena

La Entidad cuenta con el Plan de Desarrollo Estratégico 2006 – 2010 “Todos somos Parte”, el cual contempla las siguientes políticas:

- ✓ Gestión Académica.
- ✓ Gestión Científica y Tecnológica.
- ✓ Gestión para la Extensión y Proyección Social.
- ✓ Gestión Administrativa.
- ✓ Bienestar y Clima Organizacional Institucional.

✓ **Gestión para la Cooperación Institucional.**

En Marzo de 2010 se llevará a cabo la elección del nuevo rector de la Universidad, por lo cual se espera que una vez se posesione sea establecido un nuevo plan de desarrollo, el cual dispondrá las diferentes políticas y lineamientos de la Institución.

TRAYECTORIA Y POSICIONAMIENTO EN EL MERCADO

La Universidad de Cartagena es la única universidad pública de la ciudad, atendiendo a un gran número de estudiantes de los estratos 1, 2 y 3 de la región. Las Ventas por Servicios Educativos han presentado un importante crecimiento en el último año, del 56,11% comparando los años 2007 y 2008, debido a la oferta de programas que posee, los cuales se han enfocado en aprovechar las ventajas competitivas de la región (por ejemplo, producción agropecuaria, acuícola y pesquera); y a los convenios que ha logrado establecer con entidades como el ICETEX y el Banco de Crédito para que los estudiantes puedan acceder a la educación a través de créditos con tasas preferenciales.

ESTUDIANTES POR ESTRATO (Junio 2009)	No.	%
Estrato 1	6.604	50,8%
Estrato 2	3.730	28,7%
Estrato 3	2.102	16,2%
Estrato 4	385	3,0%
Estrato 5	161	1,2%
Estrato 6	23	0,2%
TOTAL	13.005	100%

Fuente: Universidad de Cartagena

Adicionalmente, cuenta con convenios con colegios de diferentes municipios del Departamento de Bolívar a través de los cuales los estudiantes de los grados décimo y undécimo pueden iniciar estudios técnicos o tecnológicos y continuar con una carrera universitaria, si lo desean, una vez se hayan graduado.

Así mismo, se evidencian los esfuerzos de la Universidad en mejorar el Bienestar Universitario de sus estudiantes. En ese sentido, ha establecido varios programas como el comedor universitario, plan padrino, incentivos por cultura y deporte, novación, reliquidación de la matrícula y becas empresariales, que permiten, entre otros, a los estudiantes destacados obtener descuentos en sus pagos de matrícula.

Al comparar la Universidad de Cartagena con las instituciones que ofrecen programas de educación superior en la ciudad de Cartagena³, la Universidad se encuentra en primer lugar tanto en número de matriculados como en número de graduados. En el primer caso, para el año 2008, tuvo un total de 10.277 estudiantes, lo cual representó el 34,25% del total de estudiantes matriculados en Cartagena⁴, por encima de instituciones como la Corporación Universitaria Rafael Núñez (19,14%) y la Corporación Universitaria Tecnológica de Bolívar (12,17%). En el segundo caso, participó con un 23,44% del total de estudiantes graduados, es decir, con 716, por encima de la Corporación Universitaria Tecnológica de Bolívar (18,1%) y la Universidad de San Buenaventura (13,42%).

Por otro lado, la Universidad de Cartagena se destaca por ser la institución con el mayor número de grupos de investigación reconocidos por Colciencias del Departamento de Bolívar, en total 25, de los cuales 8 grupos están clasificados en la categoría A, 9 en la categoría B, 7 en la categoría C y 1 con estatus reconocido. Se destaca que del total de grupos de las universidades a nivel nacional, 4.505 con cifras a 2007⁵, 83 pertenecían a la Universidad, es decir, se ubicaba en el puesto 11 de un total de 110 universidades.

Así mismo, con el objetivo de estrechar lazos de apoyo y colaboración mutua entre diferentes organismos tanto nacionales como internacionales, durante el año 2008, la Universidad firmó 18 convenios de apoyo y colaboración interinstitucional con diferentes organismos, de los cuales, el 38,9% fueron de docencia – servicio, el 27,8% de carácter local, 22,2% de carácter internacional y el 11,1% del orden nacional.

En cuanto al sistema de acreditación, actualmente tiene cuatro (4) programas acreditados: medicina, odontología, enfermería y química farmacéutica. Se encuentran en proceso de acreditación tres (3) programas: derecho y ciencias políticas, trabajo social y administración industrial. Todas los demás se encuentran en proceso de autoevaluación con el fin de solicitar la acreditación.

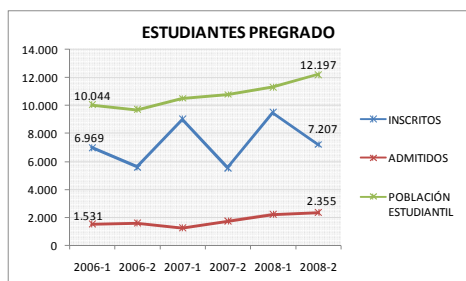
³ Fuente: SNIES (Sistema Nacional de Información de Educación Superior) – Ministerio de Educación Nacional. <http://snies.mineduacion.gov.co/men/>

⁴ Se tuvieron en cuenta un total de 13 instituciones de educación superior.

⁵ Fuente: SNIES.

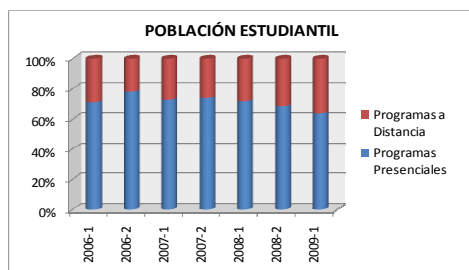
EVOLUCIÓN DE SERVICIOS PRESTADOS Y PERSPECTIVAS

La Universidad ha logrado mantener una tendencia creciente en el número de estudiantes inscritos en los programas de pregrado. Así las cosas, a cierre del segundo semestre del 2008 contaba con una población estudiantil de 12.197 personas, presentando un incremento del 21,4% si se compara con el número de estudiantes del primer semestre del año 2006. A Junio de 2009 la cifra fue de 13.005 estudiantes. El número de estudiantes inscritos también muestra un incremento del 3,42%, pasando de 6.969 a 7.207 del año 2006 al año 2008. Así mismo se comporta el número de estudiantes admitidos, con un crecimiento de 53,82%, pasando de 1.531 a 2.355 en el mismo periodo.



Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Dentro de la población estudiantil, en los programas de pregrado, se nota el incremento del número de estudiantes en Programas a Distancia, aunque los que se encuentran dentro de los Programas Presenciales concentran el 63,82% de la población total a Junio de 2009. Este incremento muestra los esfuerzos de la Universidad por llegar a municipios diferentes a Cartagena ofreciendo programas que se adapten a las actividades productivas de cada región.

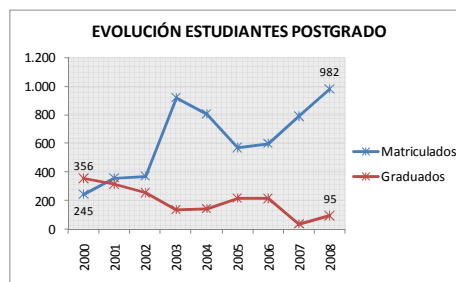


Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

POBLACIÓN ESTUDIANTIL	2006-1	2006-2	2007-1	2007-2	2008-1	2008-2	2009-1
Programas Presenciales	7.143	7.586	7.620	7.958	8.110	8.387	8.300
Programas a Distancia	2.901	2.113	2.871	2.820	3.197	3.810	4.705
TOTAL	10.044	9.699	10.491	10.778	11.307	12.197	13.005

Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

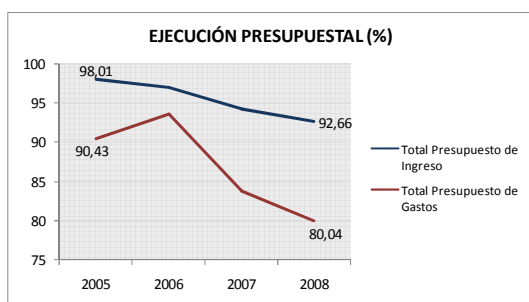
En cuanto a los programas de postgrado, el número de estudiantes matriculados se ha incrementado notablemente, pasando de 245 estudiantes en el año 2000 a 982 estudiantes en el año 2008. Se destaca la fuerte caída en las matrículas, presentada en los años 2004 y 2005, la cual se explica por las condiciones económicas, que reducían la posibilidad de ingreso y pago de este tipo de programas. Sin embargo, a partir del año 2006 se nota la recuperación de estudiantes, producto de la oferta de nuevos programas. Por el contrario, el número de graduados ha presentado una tendencia decreciente durante el periodo de análisis, la cual se explica por la poca posibilidad de algunos de los estudiantes para realizar los pagos correspondientes para poderse graduar.



Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

La Universidad de Cartagena ha presentado un comportamiento favorable en la ejecución presupuestal de sus ingresos y gastos (por encima del 90% para los ingresos y del 80% para los gastos), sin embargo, es importante mencionar que en los últimos años, la tendencia de cumplimiento ha sido decreciente.

En el año 2008, el porcentaje de cumplimiento del presupuesto de ingresos fue de 92,86%, donde se destaca la ejecución al 120,55% por concepto de matrículas, el cual se presupuestaba en \$10.602,46 millones y se ejecutó en \$12.791,49 millones. Se nota el bajo cumplimiento en el presupuesto de convenios, el cual sólo alcanzó el 20,18%, con una ejecución de \$1.790,7 millones. En cuanto a los gastos, en el año 2008, el porcentaje de cumplimiento fue del 80,04%, siendo el rubro de inversiones el que presentó un menor cumplimiento, con 54,37%.



Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Para lo corrido del 2009, a 30 de Junio, el presupuesto de ingresos se ha cumplido al 47,38% y el de gastos al 44,58%, con lo cual se esperaría que al finalizar el año se alcance por lo menos un 90% de cumplimiento.

ANÁLISIS DOFA

Debilidades

- ✓ Alta dependencia de las Transferencias del Gobierno Nacional y Departamental.
- ✓ Falta de seguimiento al Sistema Integrado de Gestión – SIG (NTC GP 1000 y Modelo Estándar de Control Interno – MECI), dada la ausencia de auditorías internas.
- ✓ Falta de indicadores de gestión y de Manual de Funciones.
- ✓ Incremento del pasivo pensional.

Oportunidades

- ✓ Ampliación de la infraestructura para la prestación de servicios educativos.
- ✓ Convenios con los colegios de municipios del Departamento de Bolívar para la inclusión de estudiantes en programas de educación superior.

Fortalezas

- ✓ Implementación del Sistema Integrado de Gestión – SIG para la administración del sistema de calidad.
- ✓ Establecimiento del Código de Buen Gobierno.
- ✓ Inscripción, reconocimiento y clasificación de grupos de investigación en Colciencias.

Amenazas

- ✓ Crisis económica que puede afectar el número de ingresos de estudiantes a la educación superior.
- ✓ Disminución de las transferencias del Gobierno Nacional, dada la situación económica actual.
- ✓ Disminución en el recaudo de la estampilla, entre otras razones por la entrada en vigencia de la Ley de Garantías por las elecciones presidenciales del 2010.

Gobierno corporativo y mecanismos de control interno y externo

La Universidad de Cartagena, como entidad pública, está obligada a implementar del Modelo Estándar de Control Interno (MECI), así mismo, asumió el compromiso de certificar sus procesos administrativos y académicos bajo la norma de calidad NTC GP 1000. Para adelantar la implementación de estas normas, la Universidad integró los dos sistemas de gestión mediante la creación del SIG en el mes de Octubre de 2008, el cual quedó bajo la dirección de la División de Calidad y Mejoramiento Institucional, unidad dependiente de la Rectoría.

Dentro de los avances que ha conseguido el Sistema se encuentran el levantamiento de procedimientos como: revisión del SGC, elaboración y control de documentos, control de registros, acciones preventivas, acciones de mejoramiento, acciones correctivas, servicio / producto no conforme, auditorías internas, satisfacción del usuario, y quejas, reclamos y sugerencias. Adicionalmente, ha elaborado la Guía para el análisis y solución de problemas y el Mapa de Procesos.

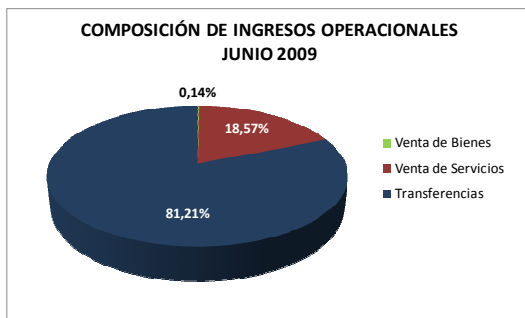
El SIG, a la fecha de elaboración de este informe, se encuentra al 85% de su implementación, la Universidad espera que esté totalmente implementado a finales de Septiembre del año en curso. Actualmente se encuentran trabajando en la construcción de los mapas de riesgos y de los indicadores de gestión. No se han llevado a cabo las auditorías señaladas, sin embargo se espera que finalizando el año 2009 se obtenga una certificación de calidad institucional del ICONTEC, la cual depende de la culminación de dichas auditorías y de la consecución de más evidencias en cuanto a requisitos exigidos.

Adicionalmente, el 4 de Diciembre de 2008 la Universidad acogió el Código de Ética (Acuerdo del Consejo Superior No. 23) y el Código de Buen Gobierno (Acuerdo del Consejo Superior No. 24), que contienen los referentes sobre participación ciudadana, valores y deberes institucionales, impedimentos, orientación estratégica, políticas de buen gobierno, políticas de gestión del talento humano, entre otros.

SITUACIÓN FINANCIERA

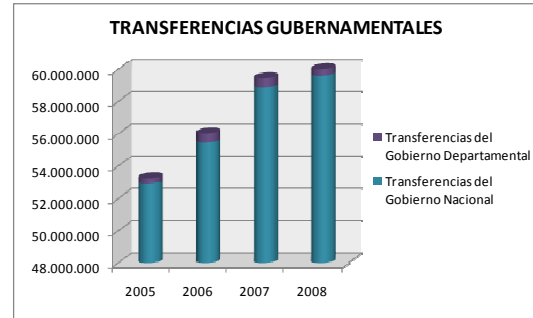
Ingresos: el resultado presentado por la Universidad en el último año fue positivo, teniendo en cuenta el crecimiento mostrado por los Ingresos Operacionales de 5,68% frente a una caída presentada en el 2007 de 1,16%. El crecimiento de los ingresos fue ocasionado principalmente por la Venta de Servicios Educativos que tuvieron un incremento de 57,54%, pasando de \$9.875,23 millones en Diciembre de 2007 a \$15.557,31 millones en Diciembre de 2008. Este incremento se debió principalmente a la mayor oferta de programas de postgrado y a los convenios que efectuó la Universidad con el ICETEX y el Banco de Crédito para financiar a los estudiantes.

Aunque el incremento en las ventas de servicios educativos ha sido representativo, la principal fuente de ingresos de la Universidad corresponde a Transferencias, que concentran el 81,21% a Junio de 2009.



Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

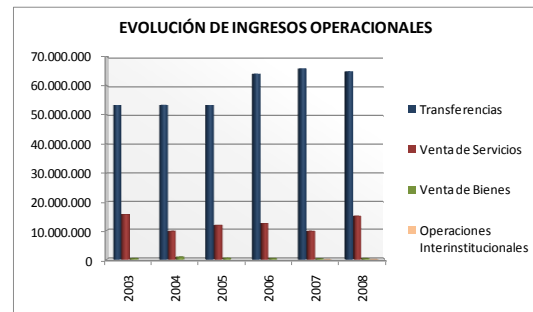
Las Transferencias se componen de Transferencias del Gobierno Nacional, en mayor medida y Transferencias del Gobierno Departamental, las cuales han presentado una tendencia creciente como puede observarse en el siguiente gráfico.



Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.
Cifras en Miles de Pesos

Nota: las cifras de las transferencias son tomadas de la Ejecución Presupuestal enviada por la Universidad de Cartagena.

De otro lado, la universidad obtiene ingresos por concepto de Venta de Bienes Manufacturados, que corresponden a los bienes producidos por facultades de ciencia y tecnología y de química y farmacéutica, que a Junio de 2009 representaban un valor de \$97,18 millones. Así mismo se puede ver el componente de Operaciones Institucionales, el cual se refiere a recursos que entraron producto de convenios celebrados con otras universidades, por ejemplo, de simposios, cursos de extensión, etc., y que a la misma fecha representó un valor de \$1 millón.



Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.
Cifras en Miles de Pesos

En opinión de Value and Risk, es importante que la Universidad continúe incrementando la población estudiantil, con el fin de aumentar los ingresos por servicios educativos y disminuir la fuerte concentración y dependencia a las transferencias del Gobierno, las cuales dependen en gran medida de la situación económica del país y que en épocas de crisis pueden verse disminuidas. En este sentido, se considera relevante que la Universidad enfoque sus esfuerzos en continuar con la acreditación de sus programas y con la oferta de sus programas de

postgrado, los cuales son los que le podrían generar mayores ingresos.

Adicionalmente, a los recursos que recibe por la Venta de Servicios Educativos y por las Transferencias de la Nación y de la Gobernación de Bolívar, la Universidad posee Ingresos provenientes del Recaudo de la Estampilla “Universidad de Cartagena, siempre a la altura de los tiempos”, creada a través de la Ley 334 de 1996.

Los recursos obtenidos por su recaudo son destinados a 55% a la construcción, adecuación, remodelación y mantenimiento de la planta física, escenarios deportivos, bibliotecas y demás bienes y elementos, equipos y laboratorios, que requieran la infraestructura de la Universidad de Cartagena. 15% al estímulo y fomento de la investigación en las distintas áreas científicas programadas por la Universidad de Cartagena. 20% para adelantar los aportes de contrapartidas que debe cumplir la Universidad en atención de la seguridad social de sus empleados. El 10% restante se destinará a las Seccionales de El Carmen de Bolívar y Magangué.



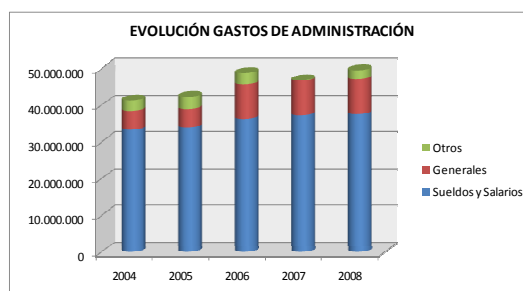
Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.
Cifras en Miles de Pesos

Los ingresos por este concepto han mostrado una tendencia creciente a lo largo de los últimos años, pasando de \$1.401,06 millones en el año 2001 a \$6.883,24 millones en el 2008. Se destaca el fuerte incremento presentado en Junio de 2009, donde se ubicó en \$29.939,04 millones, producto del reconocimiento de recursos por concepto del impuesto que adeudaba Ecopetrol a la Universidad, gracias a un fallo del Consejo de Estado y de la Contraloría General de la Nación. Estos recursos no se tienen en cuenta en los ingresos de la Institución hasta tanto no se declare como va a ser su manejo administrativo.

En opinión de la Value and Risk, dado que el recaudo de la estampilla es volátil ya que depende de la situación económica, se recalca la necesidad que tiene la Universidad de diversificar sus fuentes de ingresos. A esta situación se suma el hecho que dada la entrada en vigencia de la Ley de Garantías⁶ por las elecciones presidenciales de 2010, es probable que el ingreso por este concepto se vea disminuido.

Rentabilidad: el comportamiento del EBITDA de la Universidad ha sido bastante volátil en los últimos años y, en términos generales, ha mostrado una tendencia decreciente, siendo negativo en Junio de 2009 en \$2.117,38 millones. Sin embargo, a Diciembre de 2008 mostró un valor positivo de \$1.144,68 millones, aunque decreció 5,9% con respecto al mismo periodo de 2007. De esta manera, el Margen Operativo fue de 1,42% en Diciembre de 2008 y de -4,71% en Junio de 2009.

Es importante señalar que los Ingresos por Ventas de servicios educativos son un componente muy bajo del total de los ingresos operativos, por lo cual, ante inconvenientes o demoras en el recibo de las mismas, podría afectar el cubrimiento de sus Gastos Operativos. Al analizar el comportamiento de estos gastos, se evidencia que éstos no han presentado un crecimiento marcado a lo largo de los años, siendo de \$49.517,77 millones en Diciembre de 2008. Su principal componente son los sueldos y salarios, que a dicha fecha representaban 75,87% del total, seguidos por los gastos generales con un 19,26%.

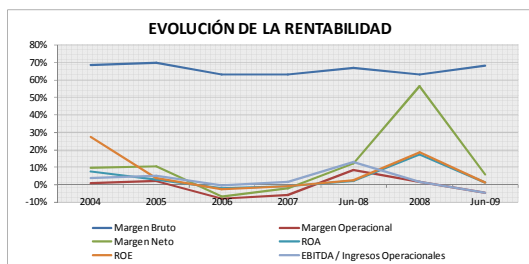


Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.
Cifras en Miles de Pesos

El Margen Bruto se ubicó en 62,99% en Diciembre de 2008, y en Junio de 2009 fue de 68,16%, lo cual indica que los Costos de la Universidad se han cubierto adecuadamente,

⁶ Ley 996 de 2005.

especialmente gracias a las transferencias. El Margen Neto presentó un crecimiento marcado a Diciembre de 2008, siendo de 56,32%, mientras que a Diciembre de 2007 fue de -2,29%. Este importante crecimiento fue el resultado del reconocimiento de los recursos que adeuda la Gobernación de Bolívar por concepto del recaudo de la estampilla, por un monto de \$46 mil millones. A Junio de 2009 el margen se ubicó en 5,75%.

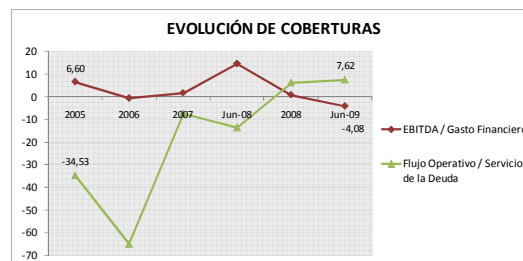


Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

De esta manera, el ROA y el ROE de la Universidad presentaron un repunte en Diciembre de 2008 (17,01% y 18,39%), disminuyendo de nuevo durante el primer semestre del 2009, donde se ubican en 1,96% y 2,1%, respectivamente⁷. En general, estos indicadores han presentado un comportamiento bajo con fluctuaciones a través de los años, lo que muestra la inestabilidad de la Institución en la generación de utilidades.

Endeudamiento: la Universidad solo ha presentado endeudamiento a largo plazo en una oportunidad en los últimos cinco años, la deuda adquirida en el año 2007 fue por un monto de \$7.000 millones a una tasa del 13,148% NA con el Banco Sudameris, la cual se prepagó en el primer semestre de 2009. Al cierre del 2008 el nivel de Endeudamiento se ubicaba en 7,51%, concentrado principalmente en los pasivos operacionales generados por las cuentas por pagar por concepto de acreedores y adquisición de bienes y servicios.

Se destaca la política de la Universidad de no tener cuentas de proveedores, la adquisición de materias primas de la Institución se lleva a cabo a través de activos diferidos, que van disminuyendo en la medida en que su uso es requerido.



Fuente: Universidad de Cartagena
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

La Universidad ha presentado una relación de EBITDA / Gasto Financiero con tendencia decreciente en el último año, ubicándose en -4.08 veces en Junio de 2009, explicada principalmente por la generación negativa de EBITDA. Situación similar se observa con el indicador de Pasivo Financiero / EBITDA, el cual pasó de 5,75 veces en Diciembre de 2007 a 6,16 veces en Diciembre de 2008 y cayendo a -0,45 veces en Junio de 2009.

La Universidad planea adquirir un crédito por un valor de \$3.000 millones a una tasa de hasta DTF + 2 TA a un plazo de 5 años, con el fin de invertir en laboratorios.

En opinión de Value and Risk, la Universidad debe asegurar la generación de recursos operativos sostenibles y diversificados con el fin lograr adecuados niveles de cobertura para sus obligaciones, así mismo, debe mantener la estabilidad en los gastos, con el fin de generar mayores recursos de caja y así, cubrir sólidamente sus obligaciones con terceros.

Cuentas por cobrar: los Activos Corrientes de la Universidad de Cartagena se encuentran concentrados principalmente en disponible e inversiones temporales. La Universidad no presenta cartera por la prestación de servicios educativos, este riesgo ha sido trasladado a instituciones como el ICETEX y el Banco de Crédito, entidades que ofrecen el financiamiento a los estudiantes. Así mismo, ofrece la oportunidad de empleo en las áreas administrativas a los estudiantes que no puedan pagar la matrícula, y de esta manera, también reduce un poco el costo de personal.

Los deudores que presenta la Institución obedecen a prestación de servicios a otras instituciones educativas por la celebración de convenios o por los cursos de extensión, a Junio de 2009 este rubro ascendía a un valor de \$3.068,81 millones. De

⁷ Cifras anualizadas.

esta forma, la Rotación de Cartera registró un valor de 38 días a Diciembre de 2008, disminuyendo de 69 días desde Diciembre de 2007.

Capacidad instalada: los Activos Fijos de la Universidad ascienden a \$239.044,73 millones a Junio de 2009 y se encuentran concentrados principalmente en los claustros universitarios, cuya extensión supera los 86.000 metros cuadrados. De esta manera, el Claustro de San Agustín, consta de 41 aulas, cada una con capacidad de entre 25 y 50 sillas. El Claustro La Merced consta de 12 aulas con una capacidad de entre 22 y 50 sillas. La Piedra de Bolívar dispone de 54 aulas con una capacidad de entre 20 y 50 sillas. Y Zaragocilla cuenta con 30 aulas. De acuerdo con la información suministrada por la institución, actualmente todas las sedes se encuentran utilizadas al 100%.

Es por esta razón, que en la actualidad se están construyendo 16 nuevas aulas en la sede Piedra de Bolívar y en el primer semestre del año en curso se entregaron 6 aulas nuevas, con el fin de ayudar a la expansión de los programas y la mejora de la planta física. Adicionalmente, la Universidad planea en el segundo semestre de 2009 llevar a cabo obras por un valor de \$4.363,2 millones, entre las que se destacan una dotación para el laboratorio de ingeniería química y equipos para los laboratorios de química farmacéutica, cada uno de ellos por un monto de \$800 millones. Así mismo, se espera que al finalizar el año, como parte de pago de la deuda de la Gobernación de Bolívar, la Universidad reciba un hospital por un valor de \$12 mil millones, el cual demandará inversiones por el orden de los \$15 mil millones en el año 2010 con el fin de adecuarlo.

La Universidad cuenta con otros activos por un monto de \$206 millones a Junio de 2009, correspondientes a bienes de beneficio y uso público, así como cargos diferidos que a la misma fecha sumaban \$7.177,83 millones y que hacen referencia a la papelería de la Institución.

Flujo de caja: como se mencionaba anteriormente, la generación de EBITDA de la Universidad ha sido bastante volátil a lo largo de los años, presentando un valor negativo en Junio de 2009, por \$2.117,37 millones. De esta manera, el indicador de EBITDA / Ingresos Operacionales

presenta un valor de -4,71% a dicha fecha. En Diciembre de 2008 este indicador registró un valor de 1,42%, dada la generación positiva de EBITDA.

El Flujo de Caja Operativo a Diciembre de 2008, mostró una recuperación con respecto al año inmediatamente anterior, pasando de -\$5.115,66 millones a \$8.506,52 millones, crecimiento ocasionado principalmente por las menores necesidades de capital de trabajo, como consecuencia de la recuperación de cuentas por cobrar por concepto de transferencias.

En opinión de Value and Risk, es importante que la Universidad incremente sus ingresos operacionales, en especial la venta de servicios educativos, teniendo en cuenta que ha llevado a cabo y piensa seguir llevando a cabo inversiones en CAPEX que son necesarias para el desarrollo de la operación de la Institución y que, en parte, serán financiadas por un crédito que espera adquirir a finales del año en curso. Si la Universidad no genera por sí misma los recursos necesarios para cubrir las inversiones y sus gastos operativos, podría llegar a afectar sus niveles de liquidez, ya que no se tiene la certeza que el Gobierno continúe enviando las transferencias y que el recaudo de la estampilla se siga realizando como hasta ahora ha sucedido, dado que son variables que dependen del ciclo económico en el que se encuentre el país.

CAPACIDAD DE PAGO Y PERSPECTIVAS FUTURAS

Para el análisis de la capacidad de pago futura de la Universidad de Cartagena, Value and Risk realizó proyecciones con crecimientos moderados, atados principalmente a indicadores como la inflación o al comportamiento histórico de determinadas variables de los estados financieros de la Institución.

Así mismo, Value and Risk realizó la validación de las proyecciones financieras suministradas por la Universidad y verificó la consistencia de las mismas con respecto a los resultados históricos y estructura financiera. Para ello realizó pruebas y escenarios de *stress* para verificar la fortaleza de la Entidad para cubrir sus compromisos financieros ante escenarios menos favorables. En este sentido, la calificación otorgada es

consistente con los niveles de riesgo, coberturas, perspectivas y volatilidad observados.

De acuerdo con los escenarios realizados se pudo observar, que aunque existe una adecuada capacidad para cumplir con sus compromisos, ésta puede verse altamente afectada por la disminución en las transferencias del Gobierno, de las cuales la Institución depende en más de un 80%. Por esta razón, la Universidad tiene el importante reto de incrementar la venta de sus servicios buscando de esta manera, la diversificación de sus fuentes de ingresos. Adicionalmente, debe controlar sus gastos operativos, para que no presenten crecimientos que puedan afectar su eficiencia y rentabilidad, y que le permitan generar recursos suficientes para su operación y cumplir con las obligaciones financieras que planea adquirir en los próximos años.

Contingencias

La Universidad presenta contingencias a favor por un monto de \$29.895,31 millones, que corresponden al reconocimiento del pago de la estampilla por parte de Ecopetrol y cuya probabilidad de materialización es del 100%. Adicionalmente, es importante mencionar que Ecopetrol tiene otra deuda por un valor de \$107 mil millones por el mismo concepto y la Gobernación de Bolívar otra por un monto de \$116 mil millones aproximadamente por concepto de pensiones, sobre las cuales existen Acciones de Cumplimiento y se está esperando el fallo por el Consejo de Estado.

Adicionalmente, posee un pasivo pensional que ha ido incrementando a lo largo de los años y que de acuerdo con la Ley 30 de 1992 se paga: 12,5% por el Departamento de Bolívar⁸, 63,8% por el

⁸ De acuerdo con el Informe de Viabilidad Fiscal de los Departamentos del año 2007 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Departamento de Bolívar a cierre de dicho año presentaba un saldo de pasivos que superaba los \$120.000 millones. La no atención prioritaria y oportuna de estas obligaciones ha derivado en una cadena de procesos judiciales en contra del Departamento, razón por la cual se han ordenado medidas cautelares sobre los Ingresos Corrientes de Libre Destinación y los recursos del Sistema General de Participaciones. El Departamento ha perdido así rentas para funcionar, presenta desfinanciamiento en su operación, y las obligaciones se han multiplicado. Así mismo, se menciona que la información financiera de la entidad territorial no es fiable, ya que no existe un sistema de información que integre tesorería, presupuesto y contabilidad, que centralice la ejecución presupuestal de todas las áreas. Esta situación impide una ejecución presupuestal que contenga la totalidad de

Gobierno Nacional y el restante 23,7% por la Universidad.

los ingresos y los gastos departamentales. Ante esta situación se recomendó hacer una profunda reorganización administrativa y presentar a consideración de los acreedores una modificación del Acuerdo de Reestructuración de Pasivos, situación que se presentó en el caso de la Universidad de Cartagena, cuya deuda fue reestructurada en Diciembre de 2008.

De acuerdo con el Informe de Coyuntura Económica Regional Departamento de Bolívar 2008 del Banco de la República, durante ese año el departamento arrojó un superávit total de \$154,9 millones (diferencia entre los ingresos totales por \$582,8 millones y los gastos totales por \$427,9 millones), ocasionado por las transferencias recibidas del Ministerio de Ambiente, destinadas a contrarrestar los efectos de la emergencia invernal en el departamento durante el 2008.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
ESTADOS FINANCIEROS
Cifras en miles de pesos

	2004	2005	2006	2007	Jun-08	2008	Jun-09
BALANCE GENERAL							
ACTIVO							
ACTIVO CORRIENTE							
Disponible	61.933.020	36.256.646	8.737.337	12.442.950	6.880.824	10.332.746	6.279.814
Inversiones Temporales	403.051	686.629	556.410	5.341.615	7.520.410	1.364.385	1.295.542
Deudores por Prestación de Servicios	4.935.225	3.038.590	2.362.357	6.445.277	6.646.971	8.588.666	3.068.809
Otros Deudores	2.608.146	1.641.057	511.737	8.202.632	13.574.531	0	0
Provisión Deudores	2.593.218	40.881	0	13.492.329	13.492.329	0	0
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	67.286.224	41.582.041	12.167.841	18.940.145	21.130.407	20.285.797	10.644.165
ACTIVO NO CORRIENTE							
Propiedades, Planta y Equipo	25.457.591	203.279.565	230.826.908	232.031.074	232.862.445	235.598.247	239.044.732
Depreciación Acumulada	8.900.351	10.104.420	15.998.155	22.872.090	27.582.292	32.148.565	34.723.784
Total Activo Fijo Neto	16.557.240	193.175.145	214.828.753	209.158.984	205.280.153	203.449.682	204.320.948
Bienes de Beneficio y Uso Público	122.866	206.311	206.310	206.310	206.310	206.311	206.311
Inversiones	279.754	323.679	405.825	0	0	0	0
Otros Activos	720.524	1.005.578	1.208.312	1.453.221	1.636.870	2.599.403	7.177.829
Transferencias por Cobrar						39.845.664	41.322.884
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	17.680.384	194.710.713	216.649.200	210.818.515	207.123.333	246.101.060	253.027.972
TOTAL ACTIVO	84.966.608	236.292.754	228.817.041	229.758.660	228.253.740	266.386.857	263.672.137
PASIVO							
PASIVO OPERACIONAL							
Proveedores	5.429.996	5.972.602	3.272.171	1.807.132	1.886.283	3.363.264	4.271.503
Cuentas por Pagar Comerciales	55.035.035	31.652.527	373.140	9.764.879	5.330.669	9.391.223	9.229.042
Obligaciones Laborales	0	0	454.886	72.368	0	0	0
Pasivos Estimados	1.675.951	1.435.592	2.102.537	0	0	192.484	0
TOTAL PASIVO OPERACIONAL	62.140.982	39.060.721	6.202.734	11.644.379	7.216.952	12.946.971	13.500.545
PASIVO FINANCIERO							
Obligaciones Financieras							
Corto Plazo (Deuda Pública)			2.937.119	7.000.000	7.750.000	7.051.695	3.801.695
Largo Plazo							
TOTAL PASIVO FINANCIERO	0	0	2.937.119	7.000.000	7.750.000	7.051.695	3.801.695
PASIVOS NO CORRIENTES							
Otros Pasivos no Corrientes (Deuda Pública)	34.295	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar			5.521.805	0	0	0	0
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	34.295	0	5.521.805	0	0	0	0
TOTAL PASIVO	62.175.277	39.060.721	14.661.658	18.644.379	14.966.952	19.998.666	17.302.240
PATRIMONIO							
Capital Fiscal	6.111.915	6.111.916	195.707.086	195.707.085	193.075.601	212.432.974	257.738.119
Utilidad del Ejercicio	6.219.926	6.965.276	-5.253.848	-1.740.477	4.803.991	45.304.131	2.582.849
Utilidades Acumuladas	10.459.490	16.709.423	23.702.145	17.147.673	15.407.196	0	0
Efectos del Saneamiento Contable		167.445.418					
Provisiones, Depreciaciones y Amortizaciones						-11.348.914	-13.951.071
TOTAL PATRIMONIO	22.791.331	197.232.033	214.155.383	211.114.281	213.286.788	246.388.191	246.369.897
PASIVO + PATRIMONIO	84.966.608	236.292.754	228.817.041	229.758.660	228.253.740	266.386.857	263.672.137

ESTADO DE RESULTADOS	2004	2005	2006	2007	Jun-08	2008	Jun-09
Ventas Netas	10.505.201	12.415.524	12.910.591	9.961.033	6.032.604	15.550.134	8.437.923
Transferencias	53.461.358	53.161.905	64.101.277	66.153.367	33.966.456	64.884.463	36.472.635
Operaciones Institucionales				1.301	0	1.000	0
Costo de Ventas	-20.124.344	-19.980.523	-28.529.983	-28.090.092	-13.325.076	-29.773.141	-14.298.916
UTILIDAD BRUTA	43.842.215	45.596.906	48.481.885	48.025.609	26.673.984	50.662.456	30.611.642
Gastos Operacionales de Ventas							
Gastos Operacionales de Administración	-41.369.721	-42.352.893	-48.775.960	-46.809.094	-21.464.534	-49.517.770	-32.729.017
Provisiones	-1.197.018	-491.561	-845.467	-1.721.909	-1.920.768	0	0
Depreciaciones	-795.236	-740.380	-5.070.968	-3.910.024	0	0	0
Amortizaciones	-4.077	-3.737	-12.516	-7.610	0	0	0
UTILIDAD OPERACIONAL	476.163	1.384.070	-6.223.026	-4.423.028	3.288.682	1.144.686	-2.117.375
Ingresos Financieros	4.633.868	1.985.112	171.962	139.519	238.910	601.341	136.552
Gastos Financieros	-975.012	-491.561	-483.991	-710.465	-357.457	-1.334.594	-519.047
Otros Ingresos	2.135.995	4.138.915	1.408.714	3.320.020	1.680.591	44.997.605	5.149.679
Otros Gastos	-51.088	-51.260	-127.507	-66.523	-46.735	-104.907	-66.960
Correccion Monetaria							
Utilidad antes de Impuestos	6.219.926	6.965.276	-5.253.848	-1.740.477	4.803.991	45.304.131	2.582.849
Impuesto sobre la Renta							
UTILIDAD NETA	6.219.926	6.965.276	-5.253.848	-1.740.477	4.803.991	45.304.131	2.582.849

INDICADORES	2004	2005	2006	2007	Jun-08	2008	Jun-09
ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ							
Endeudamiento Total	73,18%	16,53%	6,41%	8,11%	6,56%	7,51%	6,56%
Pasivo Financiero / Total Activos	0,00%	0,00%	1,28%	3,05%	3,40%	2,65%	1,44%
Pasivo Financiero / Total Pasivo	0,00%	0,00%	20,03%	37,54%	51,78%	35,26%	21,97%
Pasivo Financiero C.P. / Total Pasivo Financiero	N.A.	N.A.	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Pasivo Financiero / Patrimonio	0,00%	0,00%	1,37%	3,32%	3,63%	2,86%	1,54%
Razón Corriente	1,08	1,06	1,33	1,02	1,41	1,01	0,62
EBITDA	2.472.494	3.244.013	-294.075	1.216.515	5.209.450	1.144.686	-2.117.375
% Crecimiento EBITDA	N.A.	31,20%	-109,07%	513,68%	328,23%	-5,90%	-140,64%
Flujo de Caja Operativo	2.472.494	-16.972.524	-31.346.509	-5.115.655	-4.791.570	8.506.521	3.956.056
Flujo de Caja Libre sin Financiación	4.557.401	-190.706.843	-57.612.645	-3.066.324	-3.989.085	49.832.046	5.592.290
Costo Ponderado Financiación	N.A.	N.A.	16,48%	10,15%	4,61%	18,93%	13,65%
ACTIVIDAD Y EFICIENCIA							
% Crecimiento Ingresos	N.A.	2,52%	17,44%	-1,16%	-47,45%	5,68%	12,28%
Rotación de Cartera Neta (días)	42	26	13	69	91	38	12
Rotación de Proveedores (días)	97	108	41	23	25	41	54
Ciclo de Caja (días)	-55	-82	-28	46	66	-2	-41
Capital de Trabajo	5.145.242	2.521.320	3.027.988	295.766	6.163.455	287.131	-6.658.075
Crecimiento Gastos Operacionales	N.A.	2,38%	15,17%	-4,03%	-54,14%	5,79%	52,48%
RENTABILIDAD							
Margen Bruto	68,54%	69,53%	62,95%	63,10%	66,69%	62,99%	68,16%
Margen Operacional	0,74%	2,11%	-8,08%	-5,81%	8,22%	1,42%	-4,71%
Margen Neto	9,72%	10,62%	-6,82%	-2,29%	12,01%	56,32%	5,75%
Gastos de Administración / Ingresos	64,67%	64,58%	63,34%	61,50%	53,66%	61,56%	72,88%
ROA	7,32%	2,95%	-2,30%	-0,76%	4,21%	17,01%	1,98%
ROE	27,29%	3,53%	-2,45%	-0,82%	4,50%	18,39%	2,10%
EBITDA / Ingresos Operacionales	3,87%	4,95%	-0,38%	1,60%	13,02%	1,42%	-4,71%
Ingresos Financieros / Disponible	7,43%	5,37%	1,85%	0,78%	1,66%	5,14%	1,80%
COBERTURAS							
Utilidad Operacional / Gasto Financiero	0,49	2,82	-12,86	-6,23	9,20	0,86	-4,08
EBITDA / Gasto Financiero	2,54	6,60	-0,61	1,71	14,57	0,86	-4,08
EBITDA / Servicio de la Deuda	N.A.	6,60	-0,61	1,71	14,57	0,86	-4,08
Flujo Operativo / Gasto Financiero	2,54	-34,53	-64,77	-7,20	-13,40	6,37	7,62
Flujo de Caja Libre / Gasto Financiero	4,67	-387,96	-119,04	-4,32	-11,16	37,34	10,77
Flujo Operativo / Servicio de la Deuda	N.A.	-34,53	-64,77	-7,20	-13,40	6,37	7,62
Flujo Operativo / Capex	N.A.	-0,10	-1,14	-4,25	-5,76	2,38	1,15
Pasivo Financiero / EBITDA	0,00	0,00	-9,99	5,75	0,37	6,16	-0,45

Una calificación de riesgo emitida por Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores, es un 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 la calificadora no asume responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información. Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en la página web de la Calificadora www.vriskr.com