

## Emgesa S.A. E.S.P. (Emgesa)

## Informe Integral

## Calificaciones

## Nacional

|   |          |
|---|----------|
| Calificación Largo Plazo                                | AAA(col) |
| Tercera Emisión Bonos Ordinarios COP\$ 250.000 millones | AAA(col) |
| Programa Emisión de Bonos por COP\$ 1,9 billones        | AAA(col) |
| Papeles Comerciales por COP\$ 600.000 millones          | F1+(col) |

## Perspectiva

|                                      |         |
|--------------------------------------|---------|
| Calificación Nacional de Largo Plazo | Estable |
| Emisión de Bonos                     | Estable |
| Programa de Bonos                    | Estable |

## Resumen Financiero

## Emgesa

| En COP\$ millones          | 12m Mar12 | 31/12/11  |
|----------------------------|-----------|-----------|
| Ingresos                   | 1.945.802 | 1.899.158 |
| EBITDA                     | 1.266.609 | 1.256.232 |
| Margen EBITDA (%)          | 65,1%     | 66,1%     |
| Total Deuda Financiera     | 2.166.177 | 2.247.485 |
| Deuda / EBITDA             | 1,7x      | 1,8x      |
| Deuda Neta / EBITDA        | 1,4x      | 1,4x      |
| EBITDA/ Gastos Financieros | 9,6x      | 8,5x      |

## Informes relacionados

'Latin American Power'. Mayo 11, 2012.

'Colombian Electricity Sector: Market Dynamics and Risks'. Febrero 10, 2012.

'2012 Outlook: Latin America Power Sector'. Enero 6, 2012.

## Analistas

Maria Pia Medrano  
+57 1 326 9999 Ext. 1130  
mariapia.medrano@fitchratings.com

Lucas Aristizabal  
+1 312 368 3260  
Lucas.aristizabal@fitchratings.com

## Factores Relevantes de la Calificación

**Sólida posición competitiva:** La posición competitiva de Emgesa en el país está soportada por su significativa participación de mercado y balanceado portafolio de activos. Actualmente, Emgesa es una de las empresas de generación de energía más grandes de Colombia, con una participación del 20% en la capacidad instalada nacional y 21% en la generación total de energía del sistema interconectado nacional.

**Perfil financiero conservador:** El perfil financiero de Emgesa se caracteriza por presentar un endeudamiento moderado y una sólida cobertura de intereses, consistentes con su calificación. A marzo 2012, la deuda financiera de la compañía incluyendo intereses asciende a \$2,2 billones, denominada en pesos colombianos y compuesta en su mayoría por emisiones de bonos con vencimientos entre los años 2014 y 2024. Al cierre de marzo 2012, el indicador de Deuda Financiera / EBITDA de los últimos doce meses fue de 1,7 veces (x) y el ratio de EBITDA / Intereses Financieros, de 9,6x, ambos considerados apropiados para la calificación de la compañía.

**Liquidez Robusta:** A marzo 2012, el stock de caja y valores líquidos de la compañía fue de \$452.850 millones, sus líneas de crédito comprometidas ascendieron a \$360.000 millones y la deuda de corto plazo incluyendo intereses fue de \$344.417 millones. En opinión de Fitch, los requerimientos de fondos de corto plazo de Emgesa se apoyan en una sólida generación de flujos de caja operativos (cerca a los \$690.000 millones anuales) y el amplio acceso a fuentes de financiamiento a través de líneas de crédito bancarias y cupos disponibles de bonos y papeles comerciales.

**El Quimbo presionaría métricas crediticias:** Dentro de su plan de expansión, Emgesa viene desarrollando el proyecto de la Hidroeléctrica El Quimbo, de 400 MW de capacidad, con una inversión cercana a los US\$837 millones. Emgesa planea financiar el 80% del costo del proyecto con recursos de deuda, lo que llevaría a una presión de los indicadores crediticios a niveles de entre 2,3x y 2,5x antes del inicio de operaciones comerciales de Quimbo, proyectado para finales de 2014. Según estimaciones de la Calificadora, las métricas resultantes todavía se encontrarían compatibles con el rango de calificación de Emgesa.

**Importancia Estratégica de la Compañía para el Grupo Endesa:** Endesa S.A. (calificación IDR de A- en escala internacional por Fitch), a través de sus filiales en Latinoamérica, participa con el 48,48% de la propiedad de Emgesa y mantiene el control de la compañía con el 56,42% de las acciones con derecho a voto. La relación de Endesa con Emgesa es positiva dada la continua transferencia de know how, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la empresa. Emgesa es un activo importante para el Grupo Endesa puesto que el 17% del EBITDA de Endesa Latinoamérica durante el primer trimestre de 2012 fue generado por la compañía y se espera que dicha participación sea mayor una vez iniciadas las operaciones de Quimbo.

## Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Un cambio en la calificación podría darse en caso Emgesa modifique significativamente la estructura de capital que ha venido presentando a la fecha, ocurra un cambio regulatorio que

afecte de forma importante su generación de caja o que el proyecto Quimbo no genere los resultados esperados.

### Hechos Recientes

El 10 de noviembre de 2011, tuvo lugar la última amortización de los bonos Betania por \$240.000 millones. La empresa utilizó caja acumulada para el pago del vencimiento de dichos bonos.

En abril de 2012, Emgesa refinanció el club deal por \$305.009 millones que vencía ese mismo mes. El nuevo crédito, del mismo monto que el anterior, cuenta con un plazo de 10 años con amortizaciones semestrales iguales a partir del tercer año, una tasa de DTF + 3,75% anual y no contempla *covenants* ni restricciones de endeudamiento o reparto de dividendos. Con esta operación, la compañía extendió la vida media de sus obligaciones y distribuyó de manera más uniforme los vencimientos de su deuda.

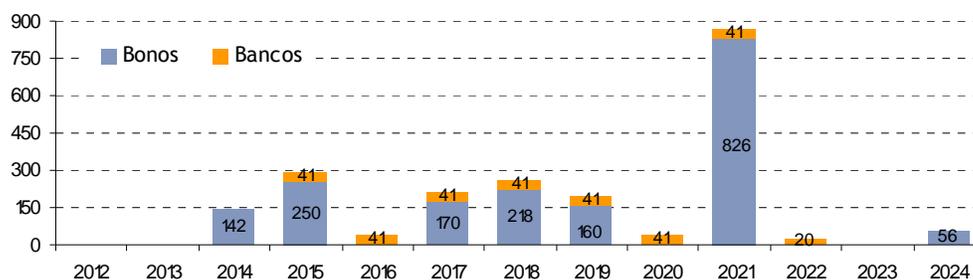
### Liquidez y Estructura de la Deuda

A marzo de 2012, Emgesa presentó deuda financiera total por \$2.166.177 millones, compuesta en su mayoría por bonos emitidos en el mercado local, bonos emitidos en el mercado internacional y un club deal con bancos locales.

A marzo 2012, las obligaciones de Emgesa contaban con una vida media de 5,8 años y un costo promedio estimado de 8,85% anual. Posteriormente, luego de la refinanciación del club deal la vida media de la deuda de la empresa pasó a ser de 6,7 años y un costo promedio estimado de 9% anual. Las obligaciones de Emgesa no cuentan con garantías y el 100% está denominada en pesos colombianos: un 44% está atado al IPC, un 39% es tasa fija y el 17% restante está ligado a la DTF. El cronograma de vencimientos de deuda de la compañía es manejable, dado que las amortizaciones están distribuidas entre los años 2014 a 2024.

#### Emgesa - Vencimientos de Deuda a Abril 2012

(En COL\$ mil millones)



Fuente: Emgesa

La estrategia financiera de Emgesa es conservadora. Históricamente, la compañía ha financiado sus inversiones de capital con una combinación de deuda y flujos propios, estrategia que espera seguir manteniendo en el futuro.

Emgesa cuenta con una posición de liquidez adecuada. A marzo de 2012, la compañía presentó un stock de caja de \$452.850 millones y un servicio de deuda para el periodo corriente de \$344.417 millones, correspondiente en su mayoría a la amortización del crédito sindicado que posteriormente fue refinanciada.

Los requerimientos de fondos de corto plazo de Emgesa se apoyan en un amplio acceso al mercado de capitales y financiamiento bancario, además de una sólida generación de flujos de caja operativos que se han mantenido en alrededor de los \$690.000 millones anuales en los últimos cuatro años. Emgesa cuenta con una gama de instrumentos financieros

#### Metodologías relacionadas

'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras'. Agosto 12, 2011.

'Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria'. Agosto 12, 2011.

**Estructura Accionaria  
EMGESA S.A. ESP**

|                                       | Part.(%) |
|---------------------------------------|----------|
| Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP | 51,51%   |
| Endesa Latinoamérica S.A.             | 21,61%   |
| Empresa Nacional de Electricidad S.A. | 26,87%   |
| Otros                                 | 0,01%    |

disponibles tales como un programa de bonos por \$1.900.000 millones, de los cuales tiene utilizado solamente un 44%, papeles comerciales por emitir por \$600.000 millones, líneas bancarias comprometidas por \$360.000 millones y cupos bancarios no comprometidos por aproximadamente \$ 1.800.000 millones.

**Flujo de Caja e Indicadores Crediticios**

Dada su naturaleza de generador principalmente hidráulico, el flujo de caja de Emgesa se encuentra expuesto a variaciones en la hidrología y en los precios de la energía y combustibles. Las fuertes lluvias ocasionadas por el fenómeno de La Niña que incrementaron los embalses y cuencas de las centrales hidroeléctricas del país, favorecieron la generación eléctrica de la compañía el último año y permitieron que Emgesa normalice su nivel de EBITDA y márgenes de rentabilidad que se vieron afectados en el 2009 y 2010 debido a la sequía ocasionada por El Niño.

En los doce meses finalizados a marzo 2012, la compañía presentó un EBITDA de \$1.266.609 millones y margen EBITDA de 65,1%. Por su parte, el flujo de caja operativo (CFO – cash from operations) para el año terminado en marzo 2012 ascendió a \$1.119.802 millones y estuvo afectado por una variación de capital de trabajo positiva de \$96.962 millones, principalmente por las mayores cuentas por pagar relacionadas al pago de dividendos. Las inversiones de capital para el mismo periodo ascendieron a \$324.503 millones y el pago de dividendos, a \$155.324 millones, resultando un flujo de caja libre positivo de \$639.976 millones, que fueron utilizados para el pago de deuda.

Gracias a la fortaleza de su generación de caja y a la existencia de un acuerdo de accionistas en el que se contempla el compromiso de éstos a votar favorablemente para que la compañía distribuya todas las utilidades y participaciones que sea posible distribuir durante cada ejercicio después de cumplir con sus compromisos comerciales y financieros; históricamente, Emgesa ha repartido cerca del 100% de su utilidad neta distribuable, ratio que si bien es considerado elevado, es manejable para la compañía.

A marzo 2012 y considerando el EBITDA de los últimos doce meses, el apalancamiento - medido por la relación Deuda Financiera / EBITDA- fue de 1,7 veces (x) y el ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA alcanzó las 1,4x, niveles que se encuentran acordes con la calificación de la compañía. En el mediano plazo, el apalancamiento de Emgesa debería incrementarse en la medida que se vaya avanzando con la construcción de Quimbo. Sin embargo, según estimaciones de Fitch la deuda adicional que tomaría Emgesa no impactaría significativamente en su perfil crediticio actual.

**Perfil**

Emgesa fue constituida en 1997 para administrar el negocio de generación y comercialización de energía, luego del proceso de capitalización del que fue objeto la Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP (EEB). En dicho proceso, también se definió que el negocio de transmisión estaría en cabeza de EEB y, por otro lado, que los negocios de distribución y comercialización serían responsabilidad de Codensa S.A. ESP.

En el 2007, Emgesa S.A. ESP y la Central Hidroeléctrica de Betania S.A. ESP adelantaron el proceso de fusión de sus sociedades, conforme a lo dispuesto en el acuerdo de integración definido por sus accionistas, Grupo Endesa y la EEB, en diciembre de 2006. Dicho proceso se concluyó el 1ero. de septiembre de 2007, siendo la Central Hidroeléctrica de Betania S.A. E.S.P. la sociedad absorbente y EMGESA S.A. E.S.P. la sociedad absorbida. Asimismo, se aprobó que la razón social de la entidad fusionada fuera Emgesa S.A. ESP.

A pesar de que EEB mantiene una participación mayoritaria en la compañía, el 14,07% de sus acciones son de tipo preferencial sin derecho a voto, lo que determina que el Grupo Endesa sea el controlador de la compañía. Endesa a su vez, es propiedad de la compañía eléctrica italiana Enel, quien posee el 92% de las acciones de Endesa.

## Operaciones

Emgesa es la segunda generadora de energía de Colombia (con el 21% de la generación eléctrica del país en el 2011) y una de las más importantes en términos de potencia instalada (20% de la capacidad instalada del sistema nacional). Cuenta con importantes activos generadores que presentan una relativa complementariedad hidrológica entre sí, ya que se encuentran localizados geográficamente en regiones con cuencas hidrológicas diferentes, lo que les permite mitigar de cierta forma el riesgo hidrológico del negocio. Del total de su capacidad instalada, el 85% proviene de plantas de generación hidráulica y el 15% de térmicas.

La principal planta generadora de Emgesa es Guavio con 1.213 MW de capacidad instalada. Durante 2011, Guavio generó cerca del 37% de la generación total de la empresa, seguida de Pagua (601 MW de capacidad total entre sus dos unidades) con el 31% de la generación de la compañía. Betania es otra de las centrales hidroeléctricas más importantes de Emgesa con 541 MW de capacidad, esta central está localizada en el departamento del Huila, aguas abajo del proyecto El Quimbo.

Emgesa viene desarrollando del Proyecto hidroeléctrico El Quimbo, cuya capacidad instalada será de 400MW y aportará a la empresa una generación media de 2.216 GWh por año. La inversión total en el proyecto está estimada en aproximadamente US\$ 837 millones (en cifras constantes de enero de 2010), los cuales Emgesa espera financiar en un 20% con recursos propios y un 80% con deuda. La inversión se viene realizando desde finales de 2010 y se tiene previsto que la central entre en operación a finales de 2014.

### Estadísticas Operativas

|                                 | <u>2011</u> | <u>2010</u> | <u>2009</u> |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Capacidad de Generación (MW)    | 2.914       | 2.914       | 2.895       |
| % Hidro                         | 84,8%       | 84,8%       | 85,6%       |
| % Fuel Oil & Carbón             | 15,2%       | 15,2%       | 14,4%       |
| Producción (GWh)                | 12.092      | 11.305      | 12.660      |
| % Hidro                         | 96,2%       | 90,9%       | 92,3%       |
| % Termo                         | 3,8%        | 9,1%        | 7,7%        |
| Ventas (GWh)                    | 15.112      | 14.817      | 16.807      |
| Cientes Regulados (% ventas)    | 51,0%       | 56,3%       | 56,0%       |
| Cientes No Regulados (% ventas) | 19,0%       | 17,6%       | 15,0%       |
| Ventas Bolsa y AGC (% ventas)   | 30,0%       | 26,1%       | 28,8%       |

Fuente: Emgesa

## Características de las Emisiones de Valores

### Tercera Emisión de Bonos

Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados para la sustitución de deuda financiera.

### Programa de Emisión de Bonos

El Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios contó inicialmente con un cupo global de hasta \$700.000 millones de

#### Tercera Emisión Bonos Ordinarios

| Lotes            | <u>Primero</u>       | <u>Segundo</u>       |
|------------------|----------------------|----------------------|
| Monto emitido    | \$210.000 MM         | \$40.000 MM          |
| Plazo            | 10 años              | 10 años              |
| Fecha colocación | Feb-05               | Feb-06               |
| Tasa Cupón       | IPC + 5,04%          | IPC + 5,04%          |
| Amortización     | Unica al vencimiento | Unica al vencimiento |

pesos, el cual posteriormente se amplió hasta \$1,9 billones de pesos. Los bonos que se emitan bajo este programa tendrán plazos que van de uno a 25 años a partir de la fecha de emisión de cada tramo y su amortización será única al vencimiento.

| Programa de Emisión de Bonos Ordinarios |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Emisiones                               | 4a emisión           |                      | 5a emisión           |                      | 6a emisión           |                      |                      |
| Tramo                                   | Primero              |                      | Segundo              |                      | Tercero              |                      |                      |
| Valor                                   | \$170.000 MM         |                      | \$265.000 MM         |                      | \$400.000 MM         |                      |                      |
| Serie                                   | B                    | A                    | B                    | B                    | E                    | B                    | B                    |
| Sub-serie                               | B-10                 | A-5                  | B-10                 | B-15                 | E-5                  | B-9                  | B-12                 |
| Monto emitido                           | \$170.000 MM         | \$49.440 MM          | \$160.060 MM         | \$55.500 MM          | \$92.220 MM          | \$218.200 MM         | \$89.580 MM          |
| Plazo                                   | 10 años              | 5 años               | 10 años              | 15 años              | 5 años               | 9 años               | 12 años              |
| Fecha emisión                           | Feb-07               | Feb-09               | Feb-09               | Feb-09               | Jul-09               | Jul-09               | Jul-09               |
| Tasa Cupón                              | IPC + 5,15%          | DTF + 1,47%          | IPC + 5,78%          | IPC + 6,09%          | TF 9,27%             | IPC + 5,90%          | IPC + 6,10%          |
| Amortización                            | Unica al vencimiento |

### Papeles Comerciales

Emgesa mantiene un cupo de papeles comerciales de hasta \$600.000 millones, bajo el cual emitió \$70.000 millones en noviembre de 2010. Dichos papeles comerciales vencieron el 7 de noviembre de 2011.

## Resumen Financiero - Emgesa S.A. ESP.

(Cifras en COL\$ millones)

|   | 12m Mar.12 | dic-11    | dic-10    | dic-09    | dic-08    | dic-07      | dic-06    |
|---|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-----------|
| <b>Rentabilidad (%)</b>                                       |            |           |           |           |           |             |           |
| EBITDA Operativo LTM  | 1.266.609  | 1.256.232 | 1.109.126 | 1.106.050 | 925.152   | 792277,4    | 587.160   |
| Margen de EBITDA (%) LTM                                      | 65,1%      | 66,1%     | 58,8%     | 57,3%     | 61,2%     | 59,7%       | 55,9%     |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM             | 16,4%      | 12,3%     | 11,8%     | 10,5%     | 11,1%     | 10,6%       | 9,2%      |
| Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM                        | 32,9%      | 5,3%      | -8,7%     | 9,6%      | 7,6%      | -13,2%      | 22,4%     |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM                  | 13,8%      | 12,6%     | 10,3%     | 9,2%      | 8,0%      | 7,7%        | 5,9%      |
| <b>Coberturas (x)</b>   |            |           |           |           |           |             |           |
| FGO / Intereses Financieros Brutos LTM                        | 8,1        | 6,4       | 5,9       | 4,2       | 4,7       | 4,9         | 7,2       |
| EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos                | 9,7        | 8,5       | 8,0       | 5,7       | 5,3       | 5,0         | 8,2       |
| EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM                       | 2,6        | 2,2       | 2,2       | 2,6       | 1,4       | 2,7         | 2,2       |
| FGO / Cargos Fijos LTM  | 8,1        | 6,4       | 5,9       | 4,2       | 4,7       | 4,9         | 7,2       |
| FCL / Servicio de Deuda LTM                                   | 1,6        | 0,4       | (0,1)     | 0,9       | 0,4       | (0,1)       | 1,2       |
| (FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM | 2,5        | 1,3       | 0,6       | 2,4       | 1,1       | 0,2         | 1,9       |
| FCO / Inversiones de Capital LTM                              | 3,5        | 2,5       | 5,2       | 8,9       | 8,8       | 2,9         | 5,5       |
| <b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>              |            |           |           |           |           |             |           |
| Deuda Total Ajustada / FGO LTM                                | 1,9        | 2,4       | 2,1       | 2,3       | 2,0       | 2,1         | 1,5       |
| Deuda Total / EBITDA Operativo LTM                            | 1,7        | 1,8       | 1,6       | 1,7       | 1,8       | 2,0         | 1,3       |
| Deuda Neta Total / EBITDA Operativo LTM                       | 1,4        | 1,4       | 1,3       | 1,1       | 1,3       | 1,9         | 1,0       |
| Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM                      | 6,2%       | 7,4%      | 7,7%      | 11,1%     | 10,9%     | 13,5%       | 9,7%      |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total                               | 15,9%      | 18,9%     | 20,6%     | 12,4%     | 31,2%     | 8,4%        | 25,6%     |
| <b>Balance</b>  |            |           |           |           |           |             |           |
| Total Activos   | 8.272.336  | 8.265.858 | 7.780.872 | 8.183.218 | 8.048.644 | 7.656.375   | 6.025.409 |
| Caja e Inversiones Corrientes                                 | 452.850    | 511.654   | 306.803   | 648.784   | 472.115   | 82.751      | 195.140   |
| Deuda Corto Plazo   | 344.417    | 425.725   | 361.152   | 230.335   | 509.615   | 132.563     | 194.269   |
| Deuda Largo Plazo   | 1.821.760  | 1.821.760 | 1.390.009 | 1.630.009 | 1.125.009 | 1.442.482   | 566.045   |
| Deuda Total   | 2.166.177  | 2.247.485 | 1.751.162 | 1.860.344 | 1.634.624 | 1.575.045   | 760.314   |
| Total Patrimonio  | 4.951.207  | 5.443.061 | 5.132.680 | 5.942.980 | 5.769.768 | 5.645.817   | 4.902.063 |
| Total Capital Ajustado  | 7.117.384  | 7.690.546 | 6.883.841 | 7.803.324 | 7.404.392 | 7.220.862   | 5.662.377 |
| <b>Flujo de Caja (LTM)</b>                                    |            |           |           |           |           |             |           |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO)                      | 1.022.841  | 796.769   | 676.735   | 626.538   | 643.896   | 608.989     | 446.777   |
| Variación del Capital de Trabajo                              | 96.962     | (115.081) | (18.923)  | 42.454    | 22.838    | (287.131)   | (11.931)  |
| Flujo de Caja Operativo (FCO)                                 | 1.119.803  | 681.688   | 657.811   | 668.992   | 666.734   | 321.858     | 434.846   |
| Inversiones de Capital  | (324.503)  | (274.744) | (126.626) | (74.879)  | (75.398)  | (109.270)   | (79.516)  |
| Dividendos  | (155.324)  | (305.613) | (696.083) | (408.879) | (476.477) | (388.248)   | (119.985) |
| Flujo de Caja Libre (FCL)                                     | 639.976    | 101.331   | (164.898) | 185.235   | 114.859   | (175.661)   | 235.346   |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto                 | -          | -         | -         | -         | -         | 1.145.633   | -         |
| Otras Inversiones, Neto                                       | (229.132)  | (229.131) | -         | (6.888)   | -         | (1.732.946) | -         |
| Variación Neta de Deuda                                       | (354.435)  | 361.419   | 267.695   | 10.794    | 274.505   | 794.601     | (70.590)  |
| Variación Neta del Capital                                    | -          | -         | (444.778) | -         | -         | -           | -         |
| Otros (Inversión y Financiación)                              | (163.672)  | (28.768)  | -         | (12.468)  | (12.468)  | -           | -         |
| Variación de Caja   | (107.263)  | 204.851   | (341.981) | 176.673   | 376.896   | 31.627      | 164.756   |
| <b>Estado de Resultados (LTM)</b>                             |            |           |           |           |           |             |           |
| Ventas Netas  | 1.945.802  | 1.899.158 | 1.886.779 | 1.929.134 | 1.510.712 | 1.326.561   | 1.049.512 |
| Variación de Ventas (%)                                       | 3,6%       | 0,7%      | -2,2%     | 27,7%     | 13,9%     | 26,4%       | 5,4%      |
| EBIT Operativo  | 1.115.616  | 1.104.498 | 970.728   | 951.998   | 789.918   | 651.540     | 463.710   |
| Intereses Financieros Brutos                                  | 143.415    | 147.465   | 138.263   | 193.159   | 174.473   | 158.087     | 71.998    |
| Resultado Neto  | 683.091    | 667.756   | 571.977   | 538.425   | 454.310   | 405.307     | 283.950   |

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arrendos. LTM = Últimos doce meses (Last Twelve Months).

Relación con los medios: María Consuelo Pérez, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1460, Email: [maria.perez@fitchratings.com](mailto:maria.perez@fitchratings.com)

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 17 de Mayo de 2012

Acta Número: 2625

Objeto del Comité: Revisión Anual

Definición de la Calificación: La calificación AAA(col) representa la máxima calificación asignada por Fitch Colombia S.A. en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otras emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno. Igualmente, la calificación F1+(col) indica la más sólida capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas. Bajo la escala de calificaciones domésticas de Fitch Colombia, esta categoría se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de todo otro riesgo en el país y, normalmente, se asigna a los compromisos financieros emitidos o garantizados por el gobierno nacional.

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. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)\*: Glauca Calp, Joe Bormann, Allan Lewis, Jose Luis Rivas y Maria Pia Medrano. \*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de las calificaciones, Fitch se basa en información 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 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 y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación. La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, 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 sólo con el propósito de ser contactados. 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, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. 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 USD 1.000 a USD 750.000 (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 USD 10.000 y USD 1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes del 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.