

# Emgesa S.A. E.S.P.

Emgesa

## Informe de Calificación

### Calificaciones

#### Nacionales

Largo Plazo	AAA(col)
Corte Plazo	F1+(col)
Programa de bonos locales	AAA(col)

#### Perspectiva

Estable

### Información Financiera

Emgesa S.A. E.S.P.

(COP millones)	31 dic 2015	31 dic 2014
Ventas	3.268.223	2.614.474
EBITDA	1.725.208	1.716.728
Margen EBITDA (%)	52,8	65,7
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.130.199	1.306.338
Flujo de Caja Libre	(636.000)	1.328.980
Efectivo e Inversiones		
Corrientes	299.393	960.988
Deuda Total Ajustada	4.101.824	3.746.551
Deuda Total Ajustada/EBITDAR (x)	2,4	2,2
Deuda Total Ajustada/FGO (x)	3,2	2,7
EBITDAR Operativo/(Intereses		
Financieros + Alquileres)	9,3	13,8

Nota: 2015 reportado conforme a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y 2014 reportado conforme a Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Colombia (COLGAAP). x: veces.  
Fuente: Fitch.

### Analistas

Lucas Aristizabal  
+1-312-368 3260  
[lucas.aristizabal@fitchratings.com](mailto:lucas.aristizabal@fitchratings.com)

Jorge Yanes  
+571-484-6770 Ext. 1170  
[jorge.yanes@fitchratings.com](mailto:jorge.yanes@fitchratings.com)

### Factores Clave de las Calificaciones

**Perfil de Negocio Sólido:** Las calificaciones de Emgesa S.A. E.S.P. (Emgesa) están respaldadas por su posición de negocio como el segundo generador de electricidad más importante de Colombia. Al cierre de 2015, la compañía registró 3.459 megavatios (MW, por sus siglas en inglés) de capacidad instalada, luego de incorporar 400MW de la planta hidroeléctrica El Quimbo. Durante 2015 la empresa registró 13,741 gigavatios - hora (Gwh, por sus siglas en inglés) de energía generada, lo que representó 20,6% de la generación del país.

**Resultados Operativos Robustos:** La estrategia comercial de Emgesa ha contribuido a fortalecer su posición competitiva y ha permitido una predictibilidad alta de sus ingresos. La empresa presenta una generación de flujo de caja estable, aun cuando opera en el negocio de generación eléctrica que es competitivo así como vulnerable a cambios en la hidrología y a los precios de la energía y combustible. La estrategia comercial de Emgesa ha consistido en realizar cerca de 70% de las ventas de energía a través de contratos, por períodos de 1 a 3 años.

**Apalancamiento Moderado:** Fitch Ratings espera que Emgesa mantenga un apalancamiento moderado apoyado en su generación de flujo de caja operativo fuerte y en la reducción de las necesidades de inversiones de capital, lo cual debe reflejarse en una generación de flujo de caja libre de neutral a positiva en el mediano plazo. Luego de incorporar la operación de la planta El Quimbo en diciembre de 2015, la empresa fortaleció su capacidad de generación de flujo de caja.

**Posición de Liquidez Robusta:** Emgesa mantiene una posición de liquidez sólida, sustentada en una generación operativa robusta, apalancamiento moderado y un perfil de vencimiento de deuda manejable. Al cierre de 2015, la empresa registró un saldo de efectivo de COP299 mil millones y COP1,1 billones de generación de flujo de caja operativo, mientras que la deuda de corto plazo fue de COP486 mil millones.

**Importancia Estratégica para Accionistas:** Enel S.p.A., ['BBB+', Perspectiva Estable] a través de sus filiales Enersis Américas ['BBB', Perspectiva Estable] y Endesa Américas, participa con 48,5% de la propiedad accionaria de Emgesa y mantiene el control de la compañía con 56,4% de las acciones con derecho a voto. Emgesa es un activo importante para el grupo Enel, dado que representa 28% del EBITDA de los activos de generación de la empresa en Latinoamérica.

**Perspectiva Estable:** La Perspectiva Estable incorpora la expectativa de que Emgesa mantendrá niveles de apalancamiento dentro de rangos aceptables para su categoría de calificación.

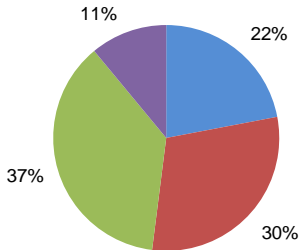
### Sensibilidad de las Calificaciones

Entre los desarrollos que podrían llevar a una acción negativa de calificación se incluyen: una reducción significativa de los precios de energía, acompañada de una caída de la demanda eléctrica; cambios regulatorios que presionen la capacidad de generación de flujo de caja de la empresa. Asimismo, se incluyen: un aumento sostenido en el apalancamiento superior a 3,5 veces (x); una suspensión en la operación de la planta El Quimbo que presione significativamente la generación de flujo de caja operativo de la empresa; y una estrategia de crecimiento más agresiva que implique un incremento importante del apalancamiento.

## Composición de las Ventas de Energía

(GW)-2015

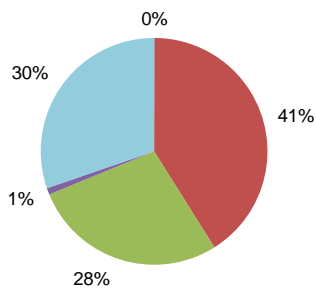
- Contratos en el Mercado No Regulado
- Contratos en el Mercado Mayorista
- Bolsa
- Cargo por Confiabilidad



Fuente: Emgesa.

## Composición del Ingreso (COP) 2015

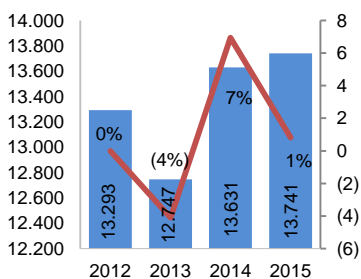
- Ventas
- Ventas de Energía al Mercado Mayorista
- Ventas de Energía al Mercado No Regulado
- Gas



Fuente: Emgesa.

## Generación Emgesa

(GWh)



Fuente: Emgesa.

## Metodologías Relacionadas

[Metodología de Calificación de Empresas No Financieras \(Diciembre 19, 2014\).](#)

[Metodología Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Diciembre 19, 2014\).](#)

## Eventos Recientes

Emgesa comenzó a operar su nueva planta hidroeléctrica El Quimbo, de 400 MW, luego de 5 años de construcción y USD1,2 mil millones en inversiones de capital. El 16 de diciembre de 2015, Emgesa anunció la suspensión de las operaciones de El Quimbo, luego de haber sido notificada de que la Corte Constitucional declaró inválido el Decreto Presidencial 1979 del 17 de septiembre de 2015, que autorizaba el inicio de operaciones de la planta. La decisión de la corte dejó en firme la sentencia de la Corte de Neiva de julio de 2015, que prohibía el inicio de las operaciones hasta que algunos temas ambientales se resolvieran. En enero de 2016 el Quimbo reinició operaciones luego de que Emgesa obtuviera un permiso temporal para operar la planta, dado el riesgo sectorial de generación eléctrica en Colombia, en medio del fenómeno climático El Niño.

## Perfil Financiero

### Liquidez y Estructura de Capital

Fitch considera que el riesgo de refinanciamiento de Emgesa es bajo, dado su nivel de apalancamiento moderado y su estructura de vencimientos de deuda manejable. Además, la empresa cuenta con líneas de crédito disponible por COP5,4 billones y acceso probado a los mercados de capitales, lo cual refuerza su posición de liquidez. La deuda financiera de Emgesa está constituida por créditos bancarios, emisiones locales de bonos y una emisión internacional indexada a la moneda local.

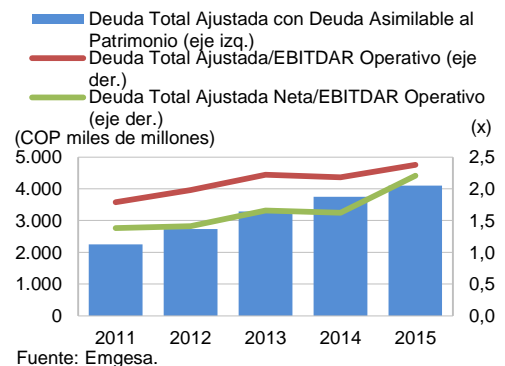
Al cierre de 2015, el apalancamiento de Emgesa cerró siendo inferior a las expectativas de Fitch, beneficiado por el incremento de la generación eléctrica y precios mayores en el mercado de bolsa. La empresa registró COP4,1 billones de deuda financiera, incluyendo pago de intereses, lo que se reflejó en un apalancamiento moderado de 2,4x. La agencia espera un incremento ligero del apalancamiento durante 2016, dado que la compañía planea invertir en consolidar la disponibilidad en sus activos existentes durante el año. En ausencia de nuevos proyectos de gran cuantía, el apalancamiento de Emgesa debe tender hacia un rango entre 2x y 2,5x en el mediano plazo.

### Vencimiento de Deuda y Liquidez

(Al 31 de diciembre de 2015)	(COP millones)
Vencimiento Corriente	606.511
Dos años	340.667
Tres años	258.867
Cuatro años	402.697
Cinco años	281.737
Más de cinco años	2.215.800
Flujo de Caja Operativo	1.092.962
Efectivo Disponible y Equivalentes	299.393

Nota: Estos valores incluyen pago de intereses.  
Fuente: Emgesa.

### Deuda Ajustada y Apalancamiento



Emgesa no tiene una exposición material a la volatilidad del tipo de cambio, dado que la totalidad de su deuda financiera está expresada en moneda local. En noviembre de 2015, la empresa tomó créditos de un año por PEN211,9 millones, pero cubrió la exposición con un swap para convertir la deuda en pesos colombianos. Además, en diciembre de 2015, Emgesa refinanció créditos locales con un crédito provisto por el Banco de Tokio, indexado a pesos (COP130 mil millones). Por su parte, una porción del cargo por confiabilidad es denominado en dólares estadounidenses y coincide con los gastos operativos denominados en esa moneda. El impacto de la volatilidad del tipo de cambio en las inversiones de capital es limitado, puesto que la empresa ya finalizó la

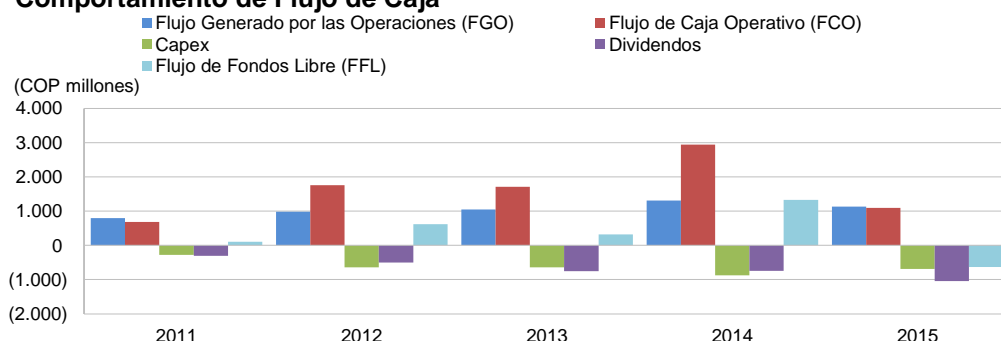
ejecución de su proyecto de mayor cuantía en 2015 y no tiene contempladas inversiones significativas en el corto plazo.

### Análisis de Flujo de Caja

La estrategia financiera de la empresa se enfoca en permanecer con un flujo de caja operativo fuerte y predecible, a través del robustecimiento de la base de activos y del mantenimiento de una estrategia comercial conservadora. La solidez de la generación de flujo de caja de Emgesa le ha permitido desarrollar proyectos de gran tamaño y mantener una razón de pago de dividendos de 100%, sin afectar su perfil crediticio.

Durante 2015, el flujo de caja operativo se afectó por la mayor utilización de plantas termoeléctricas, así como por las compras de energía en el mercado de bolsa y el impuesto a la riqueza, que la empresa registró como gasto operativo, de acuerdo con NIIF. En consecuencia, el margen EBITDA se redujo hasta 52,8% durante el año. Para 2016, Fitch espera que el EBITDA siga estable, debido a las condiciones hidrológicas prevalecieron durante los primeros meses del año, las cuales podrían limitar la expansión del flujo de caja operativo de la empresa. La agencia anticipa que la generación de flujo de caja libre de Emgesa sea de neutral a positiva en el mediano plazo por la reducción en las necesidades de inversión de capital.

### Comportamiento de Flujo de Caja



Fuente: Emgesa.

### Emisores Comparables y Análisis del Sector

#### Análisis de Pares

(USD millones)	Isagen S.A. E.S.P.	Empresa Nacional de Electricidad S.A. (Endesa-Chile)	Comisión Federal de Electricidad (CFE)	Centrais Eletricas Brasileiras S.A. (Eletrobras)	Emgesa S.A. E.S.P.
Ultimos 12 meses a:	31 dic 2015	31 dic 2015	31 dic 2015	31 dic 2015	31 dic 2015
Calificación Internacional de Largo Plazo en Moneda Extranjera	BBB-	BBB+	BBB+	BB-	BBB
Perspectiva	Positiva	Positiva	Estable	Negativo	Estable
<b>Resultados Financieros</b>					
Ventas Netas	1.036	2.362	19.335	9.781	1.191
Crecimiento del Ingreso (%)	22,1	(36,9)	(8,0)	7,8	25,0
EBITDA	430	957	4.994	(3.371)	629
Margen EBITDA (%)	41,5	40,5	25,8	(34,5)	52,8
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(61)	(39)	1.041	722	378
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.187	1.336	22.742	12.563	1.302
Efectivo Disponible y Equivalentes	116	53	2.068	2.110	95
Flujo de Caja Operativo (FCO)	223	1.396	3.548	2.087	507
Inversiones de Capital (Capex)	(108)	(823)	(2.507)	(1.358)	(249)
<b>Métricas Crediticias (veces)</b>					
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros + Alquileres)	3,1	9,7	4,0	(3,0)	9,3
FGO/Cargos Fijos	2,1	18,8	3,5	1,7	6,8
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	2,8	1,4	4,6	(3,7)	2,1
Deuda Total Ajustada/FGO	4,0	0,7	5,3	6,5	2,8

Fuente: Fitch.

## Perfil de la Empresa

Emgesa es la segunda empresa de generación de energía más grande de Colombia, con una participación de 21% en la capacidad instalada nacional y 20,6% en la generación total de energía del sistema. Cuenta con diversificación geográfica de activos, los cuales se encuentran localizados en regiones que tienen características climáticas distintas, mitigando en cierta medida el riesgo hidrológico. De la capacidad instalada de la compañía, 87% proviene de plantas hidroeléctricas y 13% de plantas térmicas.

La estrategia comercial de la empresa le ha ayudado a fortalecer su posición competitiva y ha favorecido su estabilidad financiera. Esta estrategia se ha enfocado en que cerca de 70 % de las ventas se realicen a través de contratos. A pesar que la generación de energía es vulnerable a cambios en la hidrología del país y a los precios de la energía, Emgesa ha mostrado flujos de caja razonablemente estables.

Emgesa mantiene un nivel de generación eléctrica con sus propios activos superiores a sus ventas pactadas en contratos, lo que contribuye a que la entidad limite el riesgo de volatilidad de los resultados, al no depender de las compras de energía en bolsa para satisfacer los contratos. La estrategia comercial también se concentra en incrementar los plazos de los contratos para consolidar la predictibilidad de la generación de EBITDA. En Colombia, los contratos de energía típicamente tienen un rango entre 1 y 3 años. En la actualidad, 10% de los contratos firmados por Emgesa tiene una madurez de 4 años o más. La empresa conserva una base diversificada de clientes en contratos, tanto en el mercado regulado como en el no regulado.

La empresa es controlada por Enel de manera indirecta, a través de Enersis Américas y Endesa Américas, las cuales controlan 48,5% del interés económico de la empresa y 56,4% del derecho a voto. La relación de Enel con Emgesa es considerada positiva por la transferencia tecnológica y de buenas prácticas de negocio.

La Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. (EEB; con calificación internacional en 'BBB' asignada por Fitch), también cuenta con una participación importante sobre Emgesa, puesto que posee 51,5% de los derechos económicos y 43,6% del derecho a voto. EEB también tiene una participación no controladora en la distribuidora de electricidad Codensa, S.A. E.S.P.

## Capacidad Instalada Emgesa

Central	Teconología	Capacidad Instalada (MW)
Guavio	Hidroeléctrica	1213
Betania	Hidroeléctrica	541
El Quimbo	Hidroeléctrica	400
Guaca	Hidroeléctrica	324,6
Paraíso	Hidroeléctrica	276
Charquito	Hidroeléctrica	19,4
Tequendama	Hidroeléctrica	19,4
Limonar	Hidroeléctrica	18
Laguneta	Hidroeléctrica	18
Darío Valencia	Hidroeléctrica	150
Salto II	Hidroeléctrica	35
Termozipa	Térmica	236
Cartagena	Térmica	208

Fuente: Emgesa.

Desde finales de 2015 y los primeros meses de 2016, el fenómeno climático El Niño se ha reflejado en una reducción significativa en el volumen de lluvia en Colombia. Sin embargo, las condiciones hidrológicas fueron menos agresivas en las zonas en donde Emgesa tiene sus plantas. Como respuesta a las condiciones hidrológicas adversas, Emgesa redujo su generación hidroeléctrica en 3% durante 2015, así como incrementó su generación termoeléctrica y las compras de energía en bolsa, lo cual explica en parte la reducción del margen EBITDA durante el

### Historial de Calificación

Fecha	CNLP	Perspectiva
3 may 2016	AAA (col)	Estable
4 oct 2015	AAA(col)	Estable
6 may 2015	AAA(col)	Estable
13 may 2014	AAA(col)	Estable
16 may 2013	AAA(col)	Estable
18 may 2012	AAA(col)	Estable
23 may 2011	AAA(col)	Estable
13 jun 2011	AAA(col)	Estable

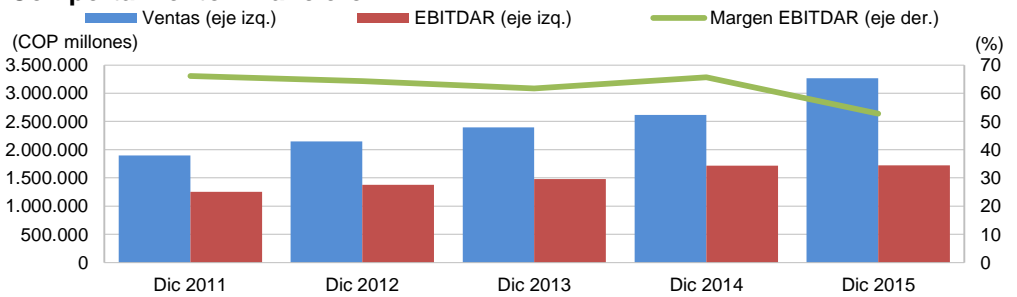
CNLP: calificación nacional de largo plazo.

Fuente: Fitch.

año. Fitch espera que este margen regrese a sus niveles históricos, alrededor de 60%, en los próximos años.

La agencia no descarta que se produzcan algunos cambios estructurales en la regulación aplicable al segmento de generación energética en el mediano plazo, porque el fenómeno climático El Niño reveló algunas debilidades en el marco regulatorio de Colombia. Fitch evaluará los cambios potenciales cambios en la regulación y sus implicaciones en la capacidad de generación de flujo de caja de la empresa.

**Comportamiento Financiero**



Fuente: Emgesa.



## Principales Supuestos Claves de Proyección:

- reducción de precios de bolsa en 2016, derivado del fin del evento de baja hidrología, previsto para el segundo semestre del año;
- la planta hidroeléctrica El Quimbo continúa operando sin restricciones regulatorias de manera sostenida;
- la mezcla de ventas de Emgesa se mantiene en alrededor de 70% de ventas en contrato y el resto en el mercado de bolsa;
- el apalancamiento resulta en un rango entre 2x y 3x en el mediano plazo.

## Emgesa S.A. E.S.P.

(COP millones)	Histórico		Proyecciones de Fitch		
	31 dic 2014	31 dic 2015	31 dic 2016	31 dic 2017	31 dic 2018
<b>Resumen de Estado de Resultados</b>					
Ventas	2.614.474	3.268.223	2.969.639	3.069.113	3.138.990
Variación en Ventas (%)	9,1	23,8	(9,1)	3,3	2,3
EBITDA	1.716.728	1.725.208	1.781.783	1.902.850	1.946.174
Margen de EBITDA (%)	65,7	52,8	60,0	62,0	62,0
EBITDAR	1.716.728	1.725.208	1.781.783	1.902.850	1.946.174
Margen de EBITDAR (%)	65,7	52,8	60,0	62,0	62,0
EBIT	1.568.345	1.560.992	1.599.776	1.720.038	1.763.536
Margen de EBIT (%)	60,0	47,8	53,9	56,0	56,2
Intereses Brutos	(124.415)	(185.017)	(463.257)	(498.786)	(481.318)
Ganancia antes de Impuestos	1.452.073	1.393.126	1.136.519	1.221.252	1.282.219
<b>Resumen de Balance</b>					
Efectivo Disponible	960.988	299.393	654.060	397.947	438.233
Deuda Total con Deuda Asimilable a Patrimonio	3.746.551	4.101.824	4.795.313	4.495.291	4.477.074
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable a Patrimonio	3.746.551	4.101.824	4.795.313	4.495.291	4.477.074
Deuda Neta	2.785.563	3.802.431	4.141.253	4.097.344	4.038.841
<b>Resumen de Flujo de Caja</b>					
EBITDA	1.716.728	1.725.208	1.781.783	1.902.850	1.946.174
Intereses Financieros Brutos			(463.257)	(498.786)	(481.318)
Costo Financiero Implícito (%)	0,0	0,0	10,4	10,7	10,7
Impuesto de Caja		(483.353)	(414.126)	(445.001)	(467.216)
Dividendos Asociados Menos Distribuciones a Intereses No Controlados			0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(410.3909)	(111.656)	0	0	0
FGO	1.306.338	1.130.199	904.400	959.063	997.640
Margen de FGO (%)	50,0	34,6	30,5	31,2	31,8
Variación en Capital de Trabajo	1.637.823	(37.237)	(70.033)	(9.803)	(41)
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch)	2.944.161	1.092.962	834.367	949.260	997.599
Flujo de Caja No Recurrente/No Recurrente Total					
Inversión de Capital	(875.513)	(683.290)			
Intensidad de Capital (Inversión de Capital/Ventas) (%)	33,5	20,9			
Dividendos Comunes	(739.668)	(1.045.672)			
Adquisiciones/Desinversiones Netas					
Inversión de Capital, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.615.181)	(1.728.962)	(1.173.189)	(905.351)	(939.096)
FFL después de Adquisiciones y Desinversiones	1.328.980	(636.000)	(338.822)	43.909	58.503
Margen de FFL (%)	50,8	(19,5)	(11,4)	1,4	1,9
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	(1.661.040)	(293.050)	0	0	0
Variación Neta de Deuda	455.782	347.519	693.489	(300.022)	(18.217)
Variación Neta de Capital			0	0	0
Variación Total en Caja	123.722	(581.531)	354.667	(256.114)	40.286
<b>Indicadores de Cobertura (veces)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	11,3	7,0	3,0	2,9	3,1
FGO/Cargos Fijos	11,3	7,0	3,0	2,9	3,1
EBITDAR/Intereses Financieros Brutos + Alquileres	13,8	9,3	3,8	3,8	4,0
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	13,8	9,3	3,8	3,8	4,0
<b>Indicadores de Apalancamiento (veces)</b>					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	2,2	2,4	2,7	2,4	2,3
Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR	1,6	2,2	2,3	2,2	2,1
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable a Patrimonio/EBITDA	2,2	2,4	2,7	2,4	2,3
Apalancamiento Ajustado respecto al FGO	2,7	3,2	3,5	3,1	3,0
Apalancamiento Neto Ajustado respecto al FGO	2,0	2,9	3,0	2,8	2,7

### Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por la agencia. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch utiliza para asignar una calificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de calificación de Fitch sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una calificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch que emplea los supuestos propios de la calificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch de términos como EBITDA, deuda o flujo de caja libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad.

Nota: 2015 reportado conforme a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y 2014 reportado conforme a Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Colombia (COLGAAP).

Fuente: Informes de la empresa y Fitch.

**Relación con los medios:**

Mónica Saavedra  
Bogotá, Tel. + 57 1 484 6770 Ext. 1931  
E-mail: monica.saavedra@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Mayo 3, 2016  
Acta Número: 4356  
Objeto del Comité: Revisión Periódica

Definición de la Calificación: La calificación 'AAA(col)' representa la máxima calificación asignada por Fitch 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.

La calificación de corto plazo 'F1+(col)' significa alta calidad crediticia. 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. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

Información adicional está disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) y [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co).

**Metodologías Aplicadas:**

- Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Diciembre19, 2014).
- Metodología Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Diciembre19, 2014).

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)\*: Joseph Bormann, Natalia O'Byrne y Julio Ugueto.

\*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).

**Las calificaciones 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.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). 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 PÚBLICAS, 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 INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, 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 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 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 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 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.