

Energía
Colombia
Análisis de Crédito

Codensa S.A. E.S.P. (Codensa)

Calificaciones

Instrumento	Calificación Actual
IDR	AAA(col)
Programa de Emisión Bonos Ordinarios COP\$600.000 MM	AAA(col)
1era. Emisión Bonos Ordinarios COP\$500.000 millones	AAA(col)
2da. Emisión Bonos Ordinarios COP\$650.000 millones	AAA(col)
3ra. Emisión Bonos Ordinarios COP\$350.000 millones	AAA(col)
Emisión Papeles Comerciales COP\$400.000 millones	F1+(col)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Codensa S.A. E.S.P

Col\$ millones	LTM Sep. 10	31/12/09
Ventas	2.758.431	2.771.875
EBITDA	960.763	1.012.159
Margen EBITDA	34,8%	36,5%
Deuda Total	1.454.253	1.453.209
Caja y valores líquidos	637.110	914.140
Deuda Total /EBITDA	1,5x	1,4x
Deuda Neta Total /EBITDA	0,9x	0,5x
EBITDA/Intereses Pagados	9,3x	9,5x

LTM: Ultimos doce meses (last twelve months)

Analistas

Maria Pia Medrano
+571 326 9999 Ext. 1130
mariapia.medrano@fitchratings.com

Mario Irreño
+571 326 9999 Ext. 1002
mario.irreno@fitchratings.com

Reportes Relacionados

- "Perspectivas del Sector Corporativo Colombiano". Julio 30, 2010.
- "Metodología de Calificación de Empresas No Financieras". Nov. 24, 2009.
- "LA Power Sector 2009 Statistics". Mayo 3, 2010.

Resumen de la Calificación

El Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del día 17 de noviembre de 2010, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de la calificación de deuda corporativa de Codensa S.A. E.S.P., afirmó la calificación de AAA(col) asignada a ésta, según consta en el Acta No. 1917 de la misma fecha.

Asimismo, el Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de las calificaciones de las Emisiones de Bonos efectuadas por CODENSA S.A. E.S.P. por montos de quinientos mil millones de pesos (\$500.000.000.000), seiscientos cincuenta mil millones de pesos (\$650.000.000.000) y de trescientos cincuenta mil millones de pesos (\$350.000.000.000) afirmó la calificación de AAA(col) asignada a las mismas, con perspectiva estable, según consta en el Acta No. 1917 de la misma fecha.

Las obligaciones calificadas en AAA(col) representan la máxima calificación asignada por Fitch Colombia en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

Igualmente, el Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de la calificación de la Emisión de Papeles Comerciales por monto de cuatrocientos mil millones de pesos (\$400.000.000.000) efectuada por CODENSA S.A. E.S.P., afirmó la calificación de F1+(col), según consta en el Acta No. 1917 de la misma fecha. Al respecto, es necesario precisar que las obligaciones de corto plazo calificadas en esta categoría indican 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. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones asignadas reflejan la sólida posición competitiva de la empresa, el perfil de negocio de bajo riesgo, la fortaleza de sus indicadores crediticios, elevada liquidez y el respaldo del grupo Endesa (calificación IDR de A- en escala internacional por Fitch Ratings) en términos de *know how* y buenas prácticas. La calificación considera también el riesgo asociado a eventuales cambios regulatorios que podrían afectar los resultados de la entidad.

Codensa es la mayor compañía de distribución y comercialización de energía en Colombia. En la actualidad, la empresa atiende más de dos millones de clientes, supliendo cerca del 26% de la demanda nacional de energía. La operación de Codensa en el mercado regulado, responsable por la mayoría de sus ingresos, tiene características de monopolio natural, hecho que le otorga cierta predictibilidad y estabilidad a su generación de caja.

Codensa presenta sólidos indicadores crediticios sustentados en una robusta generación de EBITDA y niveles de deuda controlados. A septiembre 2010, el ratio de Deuda Financiera / EBITDA fue de 1,5 veces (x) y el de Deuda Financiera Neta / EBITDA, de 0,9x, niveles acordes con la calificación asignada.

En el año terminado a septiembre 2010, el EBITDA de la compañía fue de \$960.763 millones con un margen EBITDA de 34,8%, cifras que si bien muestran una disminución respecto de años anteriores todavía son consideradas sólidas por la Calificadora y se encuentra por encima de sus pares del sector. Al respecto, la caída en el margen EBITDA en el último año se debe principalmente a la eliminación de los resultados del negocio de financiamiento no bancario (a raíz de la venta de cartera a Colpatria) y a la aplicación de la opción tarifaria que hace que el incremento de los mayores costos de energía sean trasladados gradualmente al usuario final.

Al cierre de septiembre 2010, la deuda financiera de Codensa ascendió a \$1.454.253 millones, estando compuesta en su totalidad por bonos emitidos en el mercado local cuyos vencimientos se encuentran repartidos entre los años 2010 y 2018. 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.

La posición de liquidez de Codensa es holgada, presentando a septiembre de 2010 un *stock* de caja y valores líquidos de \$637.110 millones y vencimientos de deuda corrientes de \$315.012 millones. Dicha liquidez ha permitido a la empresa pagar dividendos por la totalidad de sus utilidades en los últimos cuatro años. Al cierre del año 2009, Codensa presentó caja y valores líquidos por \$914.140 millones, los cuales se utilizaron en el primer semestre de 2010 para pagar dividendos por \$507.408 millones y hacer un adelanto de compras de energía a Emgesa por \$280.000 millones

Endesa S.A., a través de sus filiales Endesa Latinoamérica, Enersis (calificación IDR de BBB+ en escala internacional por Fitch Ratings) y Chilectra, participa con el 48,48% de la propiedad de Codensa y es quien mantiene el control de la empresa (con el 57,1% de las acciones con derecho a voto). Fitch considera relevante la participación de Endesa debido al aporte en términos de know how, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la compañía.

La calificación considera también los riesgos asociados a la incertidumbre generada por eventuales cambios regulatorios que puedan afectar los resultados de la compañía. Sin embargo, el buen desempeño experimentado por Codensa y su conservador nivel de apalancamiento hacen que presente cierta flexibilidad ante posibles escenarios adversos.

Factores Clave de la Calificación

- Una baja en las calificaciones podría ocurrir en caso la compañía presente un deterioro significativo en los indicadores crediticios, ocurra un cambio regulatorio que afecte significativamente la generación de caja o se de un cambio significativo en la estructura de capital presentada hasta ahora.

Eventos Recientes

En febrero de 2010, Codensa emitió bonos en dos series por un total de \$245.000 millones con cargo al Programa de Emisión de Bonos Ordinarios de hasta \$600.000 millones. Los recursos captados de dicha emisión se utilizaron para el pago de vencimientos de la segunda emisión de bonos que redimieron en el mes de marzo de 2010.

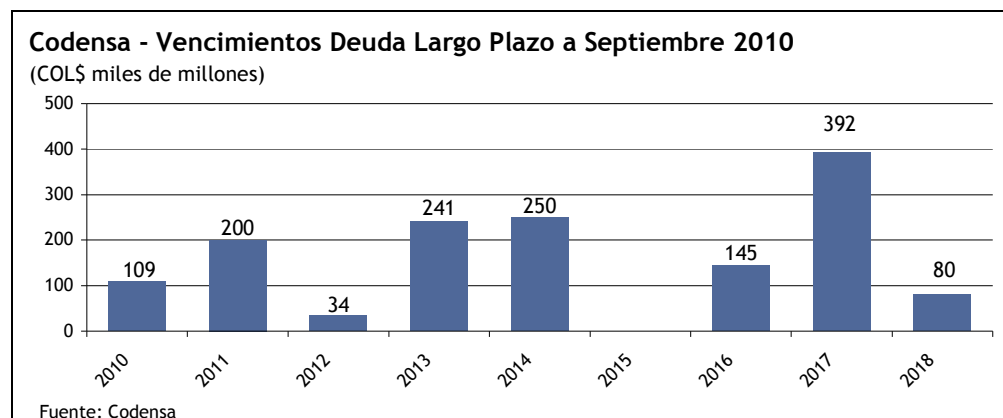
En noviembre de 2009, Codensa materializó la venta de su cartera de créditos del programa “Crédito Fácil Codensa” (Codensa Hogar) al Banco Colpatria Red Multibanca Colpatria S.A. (Colpatria) por el monto de \$529.412 millones. En el contrato de colaboración suscrito entre ambas partes, se definió que Colpatria se encargaría de la promoción, originación, administración y cobranza de los créditos, y Codensa realizaría las labores de facturación y recaudo de dichos créditos a través de la factura del servicio público de energía a cambio una comisión por recaudo y facturación. Fitch considera positiva la venta de la cartera de créditos a Colpatria, dado que la transacción elimina los riesgos asociados al negocio de financiación no bancaria y las presiones a los resultados y estructura de balance que dicho negocio conlleva.

Liquidez y Estructura de la Deuda

A septiembre 2010, la deuda financiera de Codensa ascendió a \$1.454.253 millones, estando compuesta en su totalidad por bonos emitidos en el mercado local a tasa variable, cuyos vencimientos se encuentran repartidos entre los años 2010 y 2018. 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.

La posición de liquidez de Codensa es holgada, presentando a septiembre 2010 un stock de caja y valores líquidos de \$637.110 millones que permiten cubrir en su totalidad los vencimientos de deuda (e intereses) corrientes de \$315.012 millones. En el primer semestre del 2010, la liquidez de la empresa le ha permitido pagar dividendos por \$507.408 millones y hacer un adelanto de compras de energía a Emgesa por \$280.000 millones.

La compañía tiene invertida la caja en cuentas de ahorros, depósitos a plazo, fiducias e instrumentos de deuda con calificaciones de riesgo de F1+ (corto plazo) y AAA (largo plazo).



Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

La empresa ha venido generando flujos de caja crecientes a lo largo de los años, apoyados en el crecimiento de la base de usuarios y políticas financieras conservadoras. En los últimos doce meses a septiembre 2010, Codensa generó \$960.763 millones de EBITDA, inferior al registrado en el 2009 de \$1.012.159 millones debido principalmente a la venta del negocio de financiamiento no bancario.

Por su parte, las variaciones de capital de trabajo fueron negativas en \$178.195 millones, resultando un flujo de caja operativo para los doce meses terminados en septiembre 2010 de \$558.029 millones, los cuales junto con el ingreso por la venta del

negocio de créditos a Colpatría por \$529.412 millones (en noviembre 2009) permitieron realizar desembolsos para inversiones de capital (\$246.153 millones), pago de dividendos (\$507.408 millones) y amortizar el vencimiento de los papeles comerciales en circulación por un valor de \$40.000 millones.

El plan de inversión para el 2010 contempla inversiones cercanas a los \$224.000 millones, enfocadas principalmente al desarrollo de proyectos de expansión para atender nuevos clientes, atender el crecimiento de la demanda, incorporar equipos, renovar redes de distribución, control de pérdidas y ampliaciones de capacidad de algunas subestaciones. A septiembre 2010, la empresa ya tiene invertidos \$145.546 millones del plan de capex del año, siendo los programas de calidad y demanda en los que se ha dado mayor avance.

A septiembre 2010, Codensa presentó ratios de deuda financiera / EBITDA y deuda financiera neta / EBITDA de 1,5x y 0,9x, respectivamente; indicadores considerados sólidos para la categoría de riesgo en que se encuentra. Hacia finales del 2010, Codensa no espera presentar variaciones en los niveles de deuda actuales, por lo que se esperaba que su indicador de deuda financiera / EBITDA se mantenga en alrededor las 1,5x.

Perfil

Codensa fue constituida hace más de 10 años para agrupar los negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica, como resultado del proceso de transformación y capitalización del que fue objeto la Empresa de Energía de Bogotá S.A E.S.P. (EEB) en los años noventa. En este proceso, también se definió que el negocio de generación pasaría a Emgesa y el de transmisión quedaría en cabeza de EEB. Así, luego de la transformación, EEB quedó como accionista mayoritario en Emgesa y Codensa, mientras que el Grupo Endesa adquirió participación accionaria tanto sobre las nuevas compañías como en EEB a través de diferentes empresas. Posteriormente, en octubre de 2009 Endesa decidió vender el 7,2% de sus acciones en EEB y mantener su participación en el país a través de sus acciones en Emgesa y Codensa.

A pesar que EEB cuenta con la mayoría accionaria en Codensa, su participación está dividida por acciones ordinarias (36,36%) y preferenciales (15,15%), éstas últimas sin derecho a voto. De esta forma el Grupo Endesa, a través de sus filiales Endesa Latinoamérica, Enersis y Chilectra, controla las operaciones de la compañía.

Regulación

Con el fin de incentivar los planes de expansión de las distribuidoras de energía, a partir de la vigencia de la resolución CREG 097 de 2008 se estableció el reconocimiento de los proyectos de expansión en el nivel de tensión 4 a partir del momento en que entren en operación, sin tener que esperar a que inicie el siguiente año. Así, las inversiones que realizaría la empresa en activos de este nivel de tensión, serían consideradas en las tarifas a medida en que vayan entrando en operación.

Adicionalmente, en abril del 2010 la CREG emitió una resolución en la corrige los cálculos que sirvieron de base para la definición del costo reconocido de nivel 4 (CREG 081 de 2010). Con este nuevo reconocimiento tarifario, la administración estima que el ingreso anual se incrementaría aproximadamente en \$3.870 millones anuales (cerca de \$1.500 millones para lo que queda del 2010) debido a la actualización de la base de activos remunerados. Asimismo, Codensa incrementaría el cargo por uso del STR en \$0.31 por kWh aplicable a las tarifas a publicar a partir de julio 2010.

Por otro lado, está en estudio por parte del regulador el Proyecto de Resolución No. 179 de 2009, en el cual se propone disminuir los límites de consumo para que un usuario

Codensa S.A. E.S.P.

Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P.	51,51%
Endesa Latinoamérica SA.	26,66%
Enersis S.A.	12,47%
Chilectra S.A.	9,35%
Otros	0,02%

pueda ser considerado como no regulado. Actualmente tales límites son de 0,1Mw (de potencia instalada) o 55 Mwh de consumo de energía, vigentes desde el año 2000.

Según información proporcionada por la administración de Codensa, el efecto de la materialización de este proyecto no impactaría significativamente en los resultados de la compañía dado que los usuarios que pudieran pasar al mercado no regulado seguirían utilizando la red de distribución de Codensa. Al respecto, Fitch se mantendrá al tanto de la evolución de este proyecto de resolución y de los impactos que podría tener en los resultados de la empresa.

Instrumentos Vigentes

Primera Emisión

La primera emisión de bonos fue colocada en su totalidad en el primer trimestre del año 2004. Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados en un 90% para sustituir deuda financiera.

Primera Emisión Bonos Ordinarios

Monto Total	\$500.000 MM	
Saldo Vigente	\$450.000 MM	
Sub - series	<u>B-5</u>	<u>B-8</u>
Monto emitido	\$200.000 MM	\$250.000 MM
Plazo	7 años	10 años
Fecha emisión	Mar-04	Mar-04
Tasa de Interés	IPC + 6,14%	IPC + 6,34%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

Segunda Emisión

La segunda emisión de bonos ordinarios fue aprobada en febrero de 2007 y se colocó en tres lotes. El destino de los recursos captados fue la sustitución de obligaciones financieras.

Segunda Emisión Bonos Ordinarios

Monto Total	\$650.000 MM		
Saldo Vigente	\$425.220 MM		
Lote	<u>Primero</u>	<u>Segundo</u>	<u>Tercero</u>
Sub-Series	A-10	A-10	B-5
Monto emitido	\$147.000 MM	\$244.500 MM	\$33.720 MM
Plazo	10 años	10 años	5 años
Fecha colocación	Mar-07	Jun-07	Dic-07
Tasa de Interés	IPC + 5,30%	IPC + 5,30%	DTF + 2,40%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

Tercera Emisión

La tercera emisión por un total de \$350.000 millones se colocó en dos lotes en diciembre 2008 y marzo 2009.

Tercera Emisión Bonos Ordinarios

Monto Total	\$350.000 MM			
Saldo Vigente	\$350.000 MM			
Lote	Primero		Segundo	
Serie	A	B		A
Sub-Series	A-5	B-2	B-5	A-10
Monto emitido	\$75.500 MM	\$109.000 MM	\$85.500 MM	\$80.000 MM
Plazo	5 años	2 años	5 años	10 años
Fecha colocación	Dic-08	Dic-08	Dic-08	Mar-09
Tasa de Interés	IPC + 5,99%	DTF + 2,11%	DTF + 2,58%	IPC + 5,55%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

Programa de Bonos

El programa de bonos ordinarios se inscribió en enero 2010 por un cupo global de \$600.000 millones. El monto, series o sub-series, número de bonos, valor nominal, plazo y tasa de interés se definirán en cada emisión que se realice con cargo al programa.

En febrero de 2010, Codensa realizó la primera colocación del programa por un monto de \$225.000 millones dividida en dos series de tres y seis años, respectivamente.

Programa de Emisión de Bonos Ordinarios

Emisiones	Primera	
Serie	B	
Sub-serie	B-3	B-6
Monto emitido	\$80.000 MM	\$145.000 MM
Plazo	3 años	6 años
Fecha emisión	Feb-10	Feb-10
Tasa de Interés	IPC + 2,98%	IPC + 3,92%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

Papeles Comerciales

En enero de 2009 Codensa inscribió la primera emisión de papeles comerciales por un monto de hasta \$400.000 millones. Los lotes de esta emisión contarían con plazos que van desde los 15 a 364 días, con la posibilidad de ser emitidos: bajo la serie A a tasa fija, bajo la serie B a tasa variable DTF y bajo la serie C a tasa variable IBR.

Los recursos provenientes de estos instrumentos de corto plazo podrán utilizarse para la sustitución de pasivos financieros, financiar capital de trabajo, así como también financiar el desarrollo de planes de inversión, entre otros. A septiembre 2010, Codensa no mantiene en circulación ningún saldo de papeles comerciales.

Resumen Financiero - Codensa S.A. E.S.P

(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)

	<u>12m Sep 10</u>	<u>dic-09</u>	<u>dic-08</u>	<u>dic-07</u>	<u>dic-06</u>	<u>dic-05</u>
Rentabilidad (%)						
EBITDA Operativo LTM	960.763	1.012.159	947.682	828.962	785.045	635.302
Margen de EBITDA (%) LTM	34,8%	36,5%	37,3%	38,1%	39,4%	35,7%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	18,9%	19,3%	15,3%	13,2%	18,5%	15,7%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	-7,1%	10,9%	-4,5%	-18,6%	9,2%	6,5%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	15,8%	16,3%	14,2%	12,2%	11,5%	7,4%
Coberturas (x)						
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	8,4	8,3	5,5	6,1	12,5	10,2
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	9,3	9,5	7,2	8,5	13,7	10,6
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	2,3	2,3	2,3	2,2	3,0	6,1
FGO / Cargos Fijos LTM	8,4	8,3	5,5	6,1	12,5	10,2
FCL / Servicio de Deuda LTM	(0,2)	0,9	0,0	(0,8)	0,9	1,7
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	1,3	3,0	0,9	(0,0)	1,2	2,9
FCO / Inversiones de Capital LTM	2,3	3,8	2,1	0,9	3,6	4,1
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)						
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	1,7	1,6	2,3	2,4	1,0	0,9
Deuda Total / EBITDA Operativo LTM	1,5	1,4	1,7	1,7	0,9	0,9
Deuda Total Neta/ EBITDA Operativo LTM	0,9	0,5	1,4	1,4	0,8	0,7
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	6,8%	6,9%	8,6%	9,1%	9,2%	11,0%
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	21,7%	23,3%	16,8%	19,7%	29,0%	8,1%
Balance						
Total Activos	5.294.630	5.497.178	5.543.448	5.380.797	5.037.044	4.669.948
Caja e Inversiones Corrientes	637.110	914.140	359.532	292.382	85.409	124.807
Deuda Corto Plazo	315.012	339.240	275.278	281.666	204.437	43.812
Deuda Largo Plazo	1.139.240	1.113.969	1.367.376	1.146.962	500.215	500.412
Deuda Total	1.454.253	1.453.209	1.642.654	1.428.628	704.652	544.224
Total Patrimonio	2.959.393	3.150.743	3.080.609	3.038.756	3.182.655	3.366.520
Total Capital Ajustado	4.413.645	4.603.952	4.723.263	4.467.384	3.887.306	3.910.743
Flujo de Caja (LTM)						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	736.223	780.796	588.949	494.472	662.569	555.327
Variación del Capital de Trabajo	(178.195)	222.093	(72.968)	(331.121)	(69.275)	(122.800)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	558.029	1.002.889	515.981	163.350	593.294	432.527
Inversiones de Capital	(246.153)	(264.674)	(251.221)	(191.719)	(162.791)	(106.468)
Dividendos	(507.408)	(434.789)	(378.566)	(376.117)	(247.260)	(209.392)
Flujo de Caja Libre (FCL)	(195.533)	303.426	(113.805)	(404.485)	183.243	116.666
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	(1.659)	(105.964)	-	-	-	-
Variación Neta de Deuda	(40.224)	(189.446)	214.025	723.976	160.429	(2.413)
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	(383.070)	(924.653)
Otros (Inversión y Financiación)	546.591	546.591	(33.055)	(112.519)	-	-
Variación de Caja	309.175	554.608	67.165	206.972	(39.398)	(810.400)
Estado de Resultados (LTM)						
Ventas Netas	2.758.431	2.771.875	2.537.338	2.173.028	1.991.216	1.781.330
Variación de Ventas (%)	0,0%	9,2%	16,8%	9,1%	11,8%	3,5%
EBIT Operativo	714.263	768.784	724.238	607.672	564.986	422.158
Intereses Financieros Brutos	100.038	107.052	132.320	97.243	57.481	60.103
Resultado Neto	472.110	507.408	434.789	378.566	376.117	274.733

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 + Arriendos. LTM = Últimos doce meses (Last Twelve Months).

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es) *: Glauca Calp, Natalia O'Byrne, Andres Márquez, María Paula Moreno y María 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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y 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 © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o 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 impresión.