

Energía
Colombia
Análisis de Crédito

Emgesa S.A. E.S.P

Emisión de Bonos Ordinarios Betania y Papeles
Comerciales Emgesa

Calificaciones

Instrumento	Calificación Actual
IDR	AAA
Emisión Bonos Ordinarios COP\$400.000	AAA
Emisión Bonos Ordinarios COP\$250.000	AAA
Emisión Bonos Ordinarios Betania COP\$400.000	AAA
Programa Emisión por \$1.9 billones	AAA
Emisión Papeles Comerciales por \$600.000 millones	F1+

Perspectiva

estable

Observación

estable

Resumen Financiero

	LTM	
	30/09/09	31/12/08
Ventas \$ billones	1.8	1.5
EBITDA \$ millones	1.1	925.152
Margen %	60.5%	61.2%
Activos Totales \$billones	8.5	8.0
Deuda Total \$billones	2.1	1.6
Deuda Total /EBITDA(x)	1.94	1.77
Deuda Total/FGO (x)	2.58	2.0
EBITDA/Intereses Pagados(x)	5.4	5.3

Analistas

Bibiana Acuña Castillo
57-1-3269999 Ext. 1130
bibiana.acuna@fitchratings.com

Glaucia Calp
57-1-3269999 Ext. 1110
glaucia.calp@fitchratings.com

Resumen de la Calificación

El Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del 18 de noviembre de 2009, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de la calificación de la Emisión de Bonos Ordinarios Betania por cuatrocientos mil millones de pesos (\$400.000.000.000) emitidos por EMGESA S.A. ESP, antes Central Hidroeléctrica Betania S.A. E.S.P., afirmó la calificación “AAA” (col), decisión consignada en el acta número 1417.

Al respecto, es necesario precisar que las emisiones calificadas en esta categoría 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 asignación de calificación de una Emisión de Papeles Comerciales por monto de seiscientos mil millones de pesos (\$600.000.000.000) a ser efectuada por EMGESA S.A. E.S.P., asignó la calificación F1+ a ésta, según consta en el Acta No.1418 de la misma fecha. Al respecto, es necesario precisar que las obligaciones calificadas en esta categoría cuentan con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, los factores de protección y el acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes, según escala de calificación de Fitch Ratings de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores.

Fundamentos de la Calificación

- Las calificaciones asignadas a Emgesa S.A E.S.P, en adelante Emgesa, reflejan la sólida posición competitiva que ésta posee en el mercado colombiano y la relativa diversificación de su portafolio de activos de generación, su adecuado perfil financiero, la acertada estrategia comercial y de negocios y el grado de compromiso del Grupo Endesa con sus inversiones en Colombia, a través de la transferencia continua de “know how”, experiencia y buenas prácticas.
- La sólida posición competitiva de Emgesa en el país está soportada por su significativa participación en el mercado y por su más balanceado portafolio de activos. Actualmente, Emgesa es la empresa de generación de energía más grande del país con una participación del 21% en la capacidad instalada nacional. Igualmente, la calidad de sus activos, la complementariedad de las cuencas hidrológicas y la diversificación en su mix de generación (82% hidro-18% térmico) hace que la compañía esté menos expuesta ante las variaciones en la hidrología del sistema.
- La acertada estrategia comercial de Emgesa se ha visto reflejada en la estabilidad financiera del negocio. Aunque el negocio de generación de energía es una actividad más vulnerable a los cambios del entorno climatológico, la administración de Emgesa ha demostrado una gestión firme y conservadora del margen operacional, que ha redundado en flujos de caja razonablemente estables en el tiempo.

- El perfil financiero de Emgesa es considerado apropiado para la categoría de calificación asignada. La empresa registra unos márgenes de EBITDA sanos y acordes con el negocio y unos adecuados indicadores de cobertura de la deuda. Asimismo, presenta una posición de liquidez robusta. A septiembre de 2009, la relación Deuda Total sobre EBITDA de los últimos doce meses era de 1,94 veces y, al considerar la caja que mantenía la compañía a esta fecha, dicho indicador se reduce a 1,08 veces.
- Actualmente, Emgesa posee un importante plan de expansión, que incluye la ejecución de la Hidroeléctrica El Quimbo en un periodo de construcción de cinco años y una inversión cercana a los US\$750 millones, con la cual la compañía aumentará su capacidad instalada en 396 MW. Si bien este proyecto fortalecerá la posición competitiva de Emgesa, se estima que el 80% de su financiación se hará con recursos contratados vía endeudamiento, lo que llevarán a un debilitamiento de las medidas de protección a la deuda a niveles que no deberán superar las 2,5 veces en los próximos años, niveles compatibles con su rango de calificación.
- No obstante considerarse adecuado y orientado hacia el mercado, las modificaciones recientemente implementadas tales como el Cargo por Confiabilidad aún no se han puesto a prueba. Por otro lado, la entrada en funcionamiento del Mercado Organizado Regulado (MOR), esperada en el corto plazo, y una mayor coordinación entre los mercados de electricidad y gas están pendientes de mostrar sus resultados.

Factores de Calificación

- Generadora de bajo costo, con una sólida posición competitiva y activos razonablemente diversificados
- Perfil financiero adecuado para su categoría de calificación, caracterizado por un apalancamiento moderado
- Riesgo regulatorio

Características Emisión de Valores

Emisión Betania

Tipo de Emisión	Bonos ordinarios
Monto de la Emisión	\$400.000 Millones
Plazo	7 años
Valor primer Lote (Nov-2004)	\$300.000 Millones
Valor Segundo Lote (Feb-2006)	\$100.000 Millones
Vencimiento 2010	\$160.000 Millones
Vencimiento 2011	\$240.000 Millones
Rendimiento	IPC +6,29% EA

La Emisión de Bonos Ordinarios de Betania por \$400.000 millones fue realizada en dos lotes: el primero, por un monto de \$300.000 millones en el año 2004 y un segundo lote, por \$100.000 millones en el año 2006. Los recursos de esta emisión fueron destinados para sustituir pasivos financieros.

Características Emisión Papeles Comerciales

Emgesa tiene planeado realizar una Emisión de Papeles Comerciales por un monto de seiscientos mil millones de pesos (\$600.000.000.000) con el fin de financiar capital de trabajo, inversiones de capital, adecuación de activos productivos y sustitución de obligaciones financieras, entre otros. Las características de la Emisión son las siguientes:

Tipo de Emisión	Papeles Comerciales
Monto de la Emisión	\$600.000 Millones
Numero de Títulos	60.000 por \$10 millones c/u
Plazo de Redención	Superior a 15 días e inferiores a 1 año contados a partir de la fecha de suscripción
Serie A	Papeles Comerciales denominados en Pesos y con tasa variable DTF
Serie B	Papeles Comerciales en Pesos y con tasa variable IPC.
Serie C	Papeles Comerciales denominados en Pesos y con tasa fija
Serie D	Papeles Comerciales denominados en Pesos y con tasa variable IBR

Desarrollos Recientes

En el año 2008, EMGESA obtuvo una asignación del 100% de la Energía Firme para el Cargo por Confiabilidad -ENFICC de sus plantas existentes (Guavio, Pagua, Betania, Zipas, Cartagena) por un total de 13.664 GWh/año para el 2012 y 2013 a un precio de US\$ 13,998 por MWh. Asimismo, en el proceso de remuneración la Obligaciones Energía en Firme para los proyectos de Plantas de Generación con Períodos de Construcción Superiores al Período de Planeación a la primera subasta-GPPS (más de 4 años), Emgesa obtuvo la asignación del proyecto Hidroeléctrica El Quimbo con 400 GWh/ año para el 2014-2015, 852 GWh/año -2015-2016, 1.350 GWh/ año para el 2016-2017 y 1.650 GWh/año de OEF desde 2017 hasta el año 2034.

Para el desarrollo de dicho proyecto, Emgesa deberá cumplir con las compensaciones económicas, ambientales y sociales establecidas en la Resolución 1628 del 21 de agosto de 2009 del Ministerio de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial- MAVDT, en la que, finalmente, deja en firme el otorgamiento de la licencia ambiental del proyecto anteriormente expedida (Resolución 899 mayo-2009). Ante este panorama, y dando alcance a lo requerido por la licencia ambiental, Emgesa se encuentra en reuniones con el ministerio para precisar los costos socio ambientales asociados al proyecto y, de esta forma, definir con mayor precisión el costo total del proyecto.

Cabe anotar que la construcción del proyecto involucra recursos del orden de USD \$750 millones, los cuales Emgesa espera financiar un 20% con recursos propios y un 80% con deuda. Se estima que esta última tendrá una combinación de financiamiento óptima entre fuentes locales e internacionales, priorizando criterios económicos y de largo plazo.

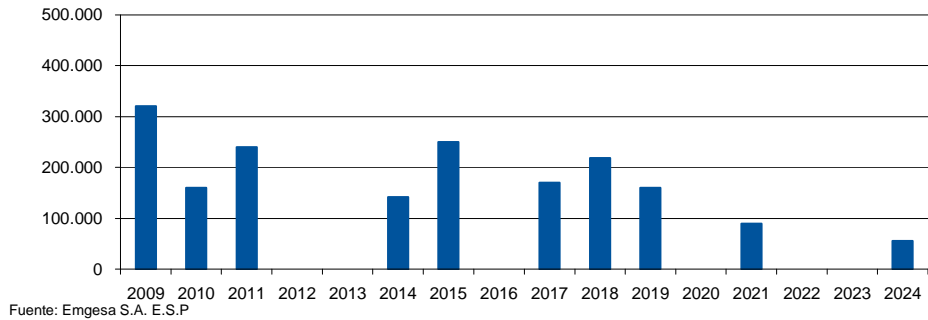
Asimismo, la compañía se encuentra estudiando la viabilidad de participar en el desarrollo de otros proyectos de generación, tales como las hidroeléctrica de Güaicaramo (capacidad instalada de 467 MW) y Chapasías (407 MW), además de construcción de una cadena de minicentrales hidráulicas en el macizo del Sumapaz con 171 MW y de la construcción de una hidroeléctrica sobre el río Barroso con 20 MW.

Liquidez y Estructura de la Deuda

A septiembre de 2009, Emgesa registra una liquidez \$962.227 millones (\$100.320 millones-3Q-08), suficiente para cubrir las amortizaciones a la deuda previstas para el presente año y, también, para llevar la reducción de capital del orden de los \$445.000 millones a prevista para el mes de diciembre de 2009 o el 1Q-2010. De acuerdo con las proyecciones suministradas por la compañía, es de esperarse que los niveles de caja se mantengan en niveles superiores de \$200 mil millones para los años venideros.

Perfil de Vencimiento de Emisiones de Bonos Vigentes

(septiembre 2009, COP Millones)



A septiembre de 2009, la totalidad de la deuda financiera de Emgesa se encuentra denominada en pesos colombianos y el 17,7% de la deuda se encontraba concentrada en el corto plazo, nivel superior al registrado en el mismo periodo de 2008 (4,2%). Lo anterior obedece a que, de acuerdo al cronograma de amortización establecido, se tiene programado el pago de cerca de \$360.471 millones en el 4Q-2009, entre bonos y deuda intercompañía. Para los próximos dos años, se tienen vencimientos de \$400.000 millones de los cuales la empresa espera hacer roll over.

Asimismo, es importante anotar que la maduración final del último vencimiento de nivel actual de endeudamiento se tiene prevista para el año 2024.

De acuerdo a su estrategia financiera, Emgesa ha cubierto sus necesidades de inversión con recursos propios y con la utilización de recursos provenientes del mercado de valores mediante diferentes emisiones de bonos ordinarios. Así las cosas, la compañía tiene planeado efectuar una emisión de papeles comerciales por \$400.000 millones con el propósito de contar con elementos que le permitan tener suficiente flexibilidad financiera para atender oportunamente con sus obligaciones operativas y financieras.

Sector

En el segundo semestre del 2009, coincidió un fenómeno del niño moderado con la época de verano natural del país, que no solo incidió sobre los niveles de los embalses sino que también implicó la puesta en funcionamiento de varias centrales térmicas a gas. Lo anterior evidenció la restringida capacidad de transporte en el sistema de gasoductos del interior del país ante aumentos significativos de la demanda. Por las eventuales restricciones del sistema, se planteó la posibilidad de que se presentara racionamiento de energía en el corto plazo.

Entre los meses de agosto y septiembre de 2009, las reservas útiles de los embalses del sistema de Transmisión Nacional-STN pasaron de ser 11.136 Gwh a 10.281 Gwh, es decir, un nivel útil de 72,6% a 67,01%, evidenciando la disminución de los aportes hidrológicos sobre las centrales generadoras. Para Emgesa, sus embalses de Betania y Guavio presentaron un nivel de volumen útil de 76,81% 71,08%, respectivamente, los cuales se situaron en un nivel superior al nivel agregado.

Así las cosas, el ya elevado precio de energía que se presentaba al cierre de 2008 (105,89 \$/kWh) como resultado de un mayor acercamiento de las curvas de oferta y demanda de

energía, continuó su tendencia alcista durante el 2009, siendo al mes de septiembre de \$184 \$/ kWh 3Q-2009¹ (\$81 \$/ kWh 3Q-08) el precio promedio en el mercado spot.

En principio, se pensaría que el incremento sobre los precios de energía favorecería a los generadores, sin embargo, al realizar tal análisis, se debe considerar su grado de contratación a largo plazo ante la muy alta probabilidad que la temporada seca se acentúe al cierre de 2009 y primer trimestre del 2010. Dicha situación ha llevado a que algunas generadoras, entre ellas Emgesa, estén almacenando el agua de sus embalses para la época de hidrología crítica a la vez que incrementan la compra de energía en bolsa para cubrir sus contratos; asimismo, están utilizando sus plantas térmicas de respaldo, cuyos costos de generación son más elevados. En este sentido, se podría presentar una disminución sobre los márgenes operativos de estas empresas de corto plazo, cuya magnitud dependerá en gran medida de la actual gestión que estén aplicando sobre sus embalses, de los aportes hidrológicos y de su nivel de contratación actual y en futuro próximo.

Perfil Financiero

Históricamente, la estrategia comercial de Emgesa ha sido mantener una combinación óptima entre las ventas de energía de largo y corto plazo que garantice la estabilidad del margen operativo. Anticipando variaciones en los precios de energía y para evitar estar fuertemente contratada en momentos de hidrologías críticas, la empresa ha venido reduciendo la participación de las ventas de contratos de largo plazo, a la vez que participa más activamente en el mercado spot, sin con esto abandonar su política de mantener una participación mayoritaria en ventas en contratos.

Ante la coyuntura del sector, Emgesa continúa presentando un sólido perfil financiero. A septiembre de 2009, la generación de EBITDA continua siendo robusta gracias al incremento del 30% sobre sus ingresos operacionales (1.1 billón 3Q-2008 vs \$1.4 billones 3Q-2009) debido, entre otras cosas, al significativo aumento de la remuneración en las ventas en Bolsa. Al mismo tiempo, la compañía, de acuerdo a su política de minimizar los efectos económicos que podría llegar a sufrir por estar fuertemente contratada en una temporada muy seca, optó por incrementar la compra energía en bolsa para cubrir sus contratos, lo que llevó a que se presentara una leve disminución sobre el margen de EBITDA (60,5% 3Q-09; 61,7% 3Q-08), el cual continúa siendo muy competitivo frente a su grupo de pares. Es de esperarse que el margen de EBITDA se mantenga en niveles similares en el corto plazo.

A pesar que la carga financiera se ha incrementado sostenidamente (\$136.042 millones 3Q-08; \$162.701 millones 3Q-09) debido a un mayor nivel de endeudamiento, a septiembre de 2009 se obtiene un indicador de EBITDA de 5,4 veces, nivel similar al registrado en el mismo periodo del año anterior.

Emgesa presenta un nivel de endeudamiento moderado. La estrategia financiera de la compañía ha sido cubrir las necesidades de inversión con recursos propios y, en mayor proporción, con la utilización de recursos provenientes del mercado de valores mediante diferentes emisiones de bonos ordinarios. Adicionalmente, la compañía registra el endeudamiento proveniente de la deuda de Betania desde que se llevó a cabo la fusión con esa compañía. Al tercer trimestre de 2009, el nivel de endeudamiento aumentó 44% frente al registrado en el mismo periodo de 2008 (3Q-08 \$1,5 billones; 3Q-09 \$2,2 billones) debido a que se colocó el Primer Lote del Segundo Tramo (\$265.000 millones) y el Primer Lote del Tercer Tramo (\$400.000 millones) del

¹ Informe Mensual de Análisis del Mercado Septiembre 2009-XM expertos de mercado

Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios con un cupo global de hasta \$1.9 billones.

Conforme al incremento de la deuda, Emgesa presenta una relación de apalancamiento respecto al EBITDA de 1,94 veces a septiembre de 2009, superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior (1,77 veces), debido al prefindeo de los vencimientos de octubre y noviembre del 2009, nivel aún compatible con la calificación asignada. Sin embargo, la relación Deuda Neta/EBITDA es de 1,08, reflejando la importante caja con que cuenta la compañía en el momento. De igual forma, se requieren 2,5 años de flujo generado por operaciones para pagar la totalidad de la deuda de Emgesa. En el mediano plazo, estos indicadores deben continuar incrementándose, a niveles que no deben superar las 2,5 veces en la medida que se materializa la financiación de la construcción del proyecto Hidroeléctrica El Quimbo, cuya inversión estimada es de aproximadamente US\$ 750 millones.

Resumen Financiero - Emgesa S.A. E.S.P
Cifras en Millones de Pesos Corrientes

	sep-09	dic-08	dic-07	dic-06	dic-05	dic-04	dic-03
Rentabilidad							
EBITDA Operativo LTM	1.118.784	925.152	792.277,4	587.160	578.339	591.333	487.613
EBITDAR Operativo LTM	1.118.784	925.152	792.277	587.160	578.339	591.333	487.613
Margen de EBITDA (%) LTM	60,5%	61,2%	59,7%	56%	58%	58%	54%
Margen de EBITDAR (%) LTM	60,5%	61,2%	60%	56%	58%	58%	54%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	11%	11%	11%	9%	9%	9%	9%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	9%	8%	8%	22%	9%	-8%	34%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	10%	8%	8%	6%	5%	5%	
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6	5,8	5,6
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	5,4	5,3	5,0	8,2	7,9	7,2	6,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5,4	5,3	5,0	8,2	7,9	7,2	6,2
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	1,9	1,4	2,7	2,2	2,1	1,5	1,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda LTM	1,9	1,4	2,7	2,2	2,1	1,5	1,6
FGO / Cargos Fijos LTM	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6	5,8	5,6
FCL / Servicio de Deuda LTM	0,6	0,4	4,3	1,2	0,6	0,0	1,2
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	2,3	1,1	4,5	1,9	0,7	1,1	2,6
FCO / Inversiones de Capital LTM	6,4	8,8	(0,3)	5,5	16,1	8,5	31,9
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	2,58	2,00	2,05	1,47	1,49	1,65	1,60
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM	1,94	1,77	1,99	1,29	1,25	1,33	1,46
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Opera	1,08	1,26	1,88	0,96	1,20	0,64	0,63
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo LTM	1,94	1,77	1,99	1,29	1,25	1,33	1,46
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo LTM	1,08	1,26	1,88	0,96	1,20	0,64	0,63
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	10,9%	10,9%	13,5%	9,7%	9,7%	10,9%	-
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,18	0,31	0,08	0,26	0,27	0,39	0,32
Balance							
Total Activos	8.580.554	8.048.675	7.656.375	6.025.409	5.684.213	5.791.239	5.657.727
Caja e Inversiones Corrientes	962.227	472.115	82.751	195.140	30.384	411.958	408.190
Deuda Corto Plazo	384.827	509.615	132.563	194.269	198.979	305.835	231.416
Deuda Largo Plazo	1.790.009	1.125.009	1.442.482	566.045	524.958	483.237	481.882
Deuda Total	2.174.836	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937	789.072	713.298
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.174.836	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937	789.072	713.298
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.174.836	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937	789.072	713.298
Total Patrimonio	5.785.235	5.769.768	5.645.817	4.902.063	4.702.672	4.759.942	4.502.745
Total Capital Ajustado	7.960.071	7.404.393	7.220.862	5.662.377	5.426.609	5.549.014	5.216.043
Flujo de Caja (LTM)							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	640.741	643.896	608.989	446.777	412.913	397.032	366.154
Variación del Capital de Trabajo	(32.582)	22.838	(287.131)	(11.931)	(115.595)	(289.373)	67.979
Flujo de Caja Operativo (FCO)	608.158	666.734	321.858	434.846	297.318	107.659	434.134
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(94.830)	(75.398)	1.145.633	(79.516)	(18.475)	(12.712)	(13.614)
Dividendos	(352.541)	(476.477)	(388.248)	(119.985)	(188.425)	(174.571)	(115.079)
Flujo de Caja Libre (FCL)	160.787	114.859	1.079.242	235.346	90.418	(79.625)	305.441
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	(3.921.000)	-	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	-	-	2.078.784	-	-	-	-
Variación Neta de Deuda	701.120	274.505	794.601	(70.590)	(65.135)	83.393	99.463
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	(400.000)	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	-	-	(6.857)	-	-
Variación de Caja	861.907	389.364	31.627	164.756	(381.574)	3.768	404.904
Estado de Resultados (LTM)							
Ventas Netas	1.850.435	1.510.712	1.326.561	1.049.512	995.412	1.014.072	903.249
Variación de Ventas (%)	28,6%	13,9%	26,4%	5,4%	-1,8%	12,3%	
EBIT Operativo	974.476	789.918	651.540	463.710	446.629	464.052	375.001
Intereses Financieros Brutos	201.132	174.473	158.087	71.998	73.192	81.955	78.935
Alquileres	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	569.506	454.310	405.307	283.950	251.149	243.538	193.968

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Costos 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) *: Gustavo Aristizábal, Carlos Ramírez, Milena Carrizosa, *Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co

Copyright © 2007 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.