

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P- ISA

ISA

Informe de Calificación

Calificaciones

Nacional

Programa Emisión de Bonos por COP\$ 2,7 billones AAA(col)

Internacional

Foreign Currency
Calificación de Largo Plazo IDR BBB
Local Currency
Calificación de Largo Plazo IDR BBB

Perspectiva

Programa de Bonos Estable

Resumen Financiero

ISA S.A. ESP. (consolidado)

En COP\$ millones	31/12/13	31/12/12
Ingresos	3.601.325	4.303.075
EBITDA	1.948.280	2.846.933
Margen EBITDA	54%	66%
Deuda Financiera Total con Asimilable al Patrimonio*	8.698.468	9.392.247
Deuda / EBITDA	4.46x	3.3x
Deuda Neta / EBITDA	3.53	2.71
EBITDA / Gastos Financieros	2.17	3.07

* La deuda financiera incluye las acciones preferenciales emitidas por ISA Capital.

Analysts

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

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

Factores Clave de las Calificaciones

Flujos de Caja Estables y Predecibles. Las calificaciones de ISA reflejan el bajo nivel de riesgo de negocio, producto de ingresos regulados y predecibles, y una posición de monopolio natural en los países en los que tiene operaciones. Durante los últimos 12 meses (LTM) 31 de marzo de 2014, la transmisión eléctrica representó el 68% de los ingresos consolidados de ISA y casi el 65% del EBITDA consolidado. Por su parte, el EBITDA de ISA no consolidado, representó el 30% de su EBITDA consolidado en el mismo periodo de tiempo.

Métricas Crediticias Adecuadas. Los indicadores crediticios de ISA consolidado se encuentran algo afectados por el endeudamiento que la consolidación con Intervial Chile trae consigo. ISA individual presenta un sólido perfil financiero consistente con su calificación de grado de inversión. En 2013, ISA reportó un ratio de Deuda / EBITDA de 2,3x y coberturas de interés superiores a 4x. ISA consolidado presentó métricas de 4,3x y una cobertura de 2,2x. En el mediano plazo, la métrica de apalancamiento consolidada deberá mantenerse en niveles moderados de alrededor 4.0x.

Liquidez Robusta: La posición de liquidez de ISA es considerada fuerte y es caracterizada por un saludable nivel de caja, manejable perfil de amortizaciones de deuda y adecuado acceso al mercado de capitales. A marzo de 2014, ISA consolidado contaba con aproximadamente US\$947 millones en caja y valores líquidos y US\$357 millones de deuda de corto plazo. El Grupo mantiene un perfil de vencimientos de deuda adecuado y repartido entre los años 2013 y 2041.

Efecto Neutral de Terminación Anticipada de Concesión Brasileña: La decisión de la filial de ISA en Brasil, Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista SA (CTEEP, calificado 'AA+(bra)' por Fitch), de aceptar la oferta del gobierno brasileño para renovar anticipadamente las concesiones que vencían entre 2015 y 2017 tuvo un impacto neutro sobre la calidad crediticia de ISA. Esto teniendo en cuenta que los bajos dividendos percibidos por ISA en Brasil de esta filial. Si bien durante los próximos dos años, el perfil financiero consolidado de ISA se verá afectado por la menor generación de EBITDA en Brasil, se espera que CTEEP pague una porción significativa de su deuda, contrarrestando la reducción de generación de efectivo con un menor servicio de deuda.

El gobierno brasileño, a través del Ministerio de Minas y Energía (MME) en 2013 pagó USD1.3 billón como compensación por los activos construidos del año 2000 hacia adelante, 50% fue pagado en enero de 2013 y el restante 50% será pagado mensualmente hasta julio del 2015. ISA espera recibir la compensación relacionada a los activos construidos antes del año 2000 y las mejoras realizadas sobre los activos entre el año 2000 y 2012, remuneración que será suficiente para que CTEEP pague la totalidad de su deuda.

Sensibilidad de las Calificaciones

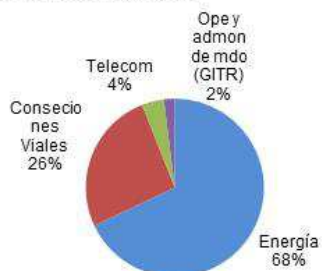
Los factores que individualmente o colectivamente pueden llevar a una acción negativa sobre las calificaciones podrían ser:

--- Un aumento sostenido de apalancamiento por encima de 4.5x en una base consolidada y/o no consolidada, como resultado de un deterioro progresivo en su generación de efectivo o de requerimientos de endeudamiento adicionales a los contemplados en los escenarios de Fitch.

--- Cambios regulatorios significativos que impactan negativamente el desempeño financiero de la compañía, podrían dar lugar a una acción de calificación negativa.

Perfil Financiero

Estructura de Ingresos



Fuente: ISA

ISA se caracteriza por ser una empresa con una robusta posición de liquidez, moderados niveles de apalancamiento y adecuadas métricas de protección crediticia. Fitch, incorporó en su calificación un desapalancamiento moderado en los próximos años y la renegociación de la recompra de acciones preferenciales de ISA Capital.

Liquidez y Estructura de Capital

Fuerte Perfil de Liquidez. ISA se caracteriza por tener niveles de caja saludable, un perfil de amortización de deuda acorde con su generación de efectivo y acceso adecuado a los mercados de capitales. A diciembre de 2013, ISA consolidado contaba con un stock de caja de COP60.868 millones, líneas de crédito disponibles por hasta COP \$1,15 millones y un Flujo de Caja Libre por COP 875.515 millones. La cobertura caja a deuda de corto plazo es de 2,65x, medida considera como una fuerte medidas de protección crediticia.

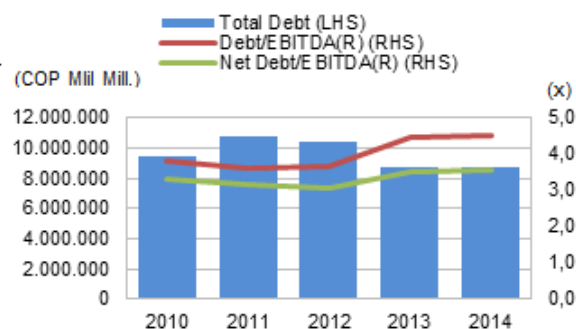
Flexibilidad Financiera. ISA tiene un amplio acceso a los mercados financieros de América Latina, dada su trayectoria en mercados como Colombia, Perú, Brasil y Chile. ISA cuenta con una amplia gama de fuentes de financiación con las líneas de crédito disponibles y la posibilidad de realizar ampliaciones de capital a través de emisiones de acciones, lo cual proporciona una alta flexibilidad financiera.

Vencimientos de Deuda

As of mar. 31, 2014	COP Miles de Mill
Current Maturity	464
Two Year	530
Three Year	645
Four Year	542
Five Year	576
Beyond Five Years	3.120
CFFO	1.789
Cash	1.861
Undrawn Committed Facilities	

Source: Company Reports

Deuda Total y Métricas de Apalancamiento



Fuente: ISA

Endeudamiento por debajo de las Expectativas. Al 31 de marzo de 2014 la deuda consolidada de ISA fue USD4.433 millones. La mayor concentración se encuentra en Chile 47% y Colombia 20,9%, tomada principalmente para financiar activos en vías y transporte de energía, respectivamente. Fitch para su análisis incorporó como deuda ajustada USD 396 millones, correspondientes al saldo de las acciones preferenciales de ISA Capital. El apalancamiento financiero durante el 2013 y 2014 ha evolucionado por debajo de las expectativas, manteniendo apalancamientos por debajo de las 4,5 veces.

Deuda Total y Apalancamientos Financieros

\$ Millions	2010	2011	2012	2013	LTM
					Mar. 2014
Total Debt (LHS)	9.472.692	10.737.486	10.430.082	8.698.468	8.711.861
Debt/EBITDA (R) (RHS)	3,8	3,6	3,7	4,5	4,5
Net Debt/EBITDA (R) (RHS)	3,3	3,1	3,1	3,5	3,5

Fuente: ISA

Metodología Relacionada

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Agosto 29, 2013).

El escenario base de la calificación se incorporó un nivel de apalancamiento moderado para los próximos años. En el mediano plazo se esperan leves des apalancamientos, que llevarán la métrica Deuda a EBITDA cercanos a 4,0x.

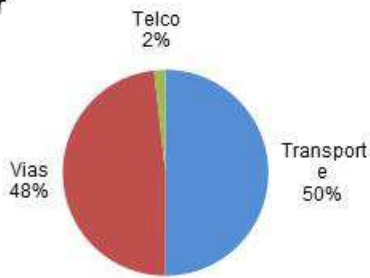
Renegociación Recompra Acciones Preferenciales ISA Capital. La calificación incorpora como un elemento favorable la flexibilización en el flujo de recompra de las acciones preferenciales de ISA Capital. El nuevo plan de pagos se extiende hasta el 2020, reduciendo las obligaciones de recompra en 2014 y 2015, lo cual quita presión al flujo de caja de la compañía. Durante el 2014 y 2015, se pagará alrededor de USD44.5 millones de dólares. Entre los periodos comprendidos entre 2016 y 2020 se pagará alrededor de USD352 millones.

Deuda Consolidada	2012	2013	% Var	% Part.
Chile	4.329.812	4.217.278	-2,6%	48,5%
Brasil	2.165.368	1.169.464	-46,0%	13,4%
Colombia	1.776.694	1.788.574	0,7%	20,6%
Perú	1.057.266	1.464.947	38,6%	16,8%
Bolivia	55.457	51.134	-7,8%	0,6%
Argentina	7.649	7.071	-7,6%	0,1%
Total	9.392.246	8.698.468	-7,4%	

Fuente: ISA

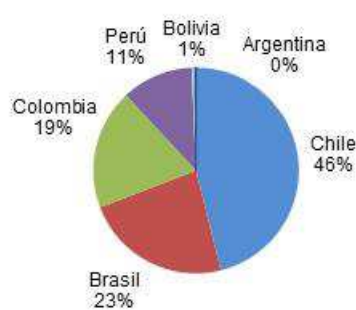
ISA Capital accedió a pagar a los accionistas dividendos semestrales fijos preferenciales con una tasa de Comisión CDI+1.5%, lo que se hizo efectivo a partir de febrero de 2014. Las acciones preferenciales serán recompradas desde septiembre de 2014 hasta diciembre de 2020, según el calendario de la mesa. Dadas las características de estas acciones (un dividendo semestral, opción de recompra.), Fitch cuenta estas acciones como parte de la deuda consolidada.

Deuda Participación Por Sector



Fuente: ISA

Deuda por país



Fuente: ISA

Análisis de Flujos de Caja

ISA mantiene un perfil financiero sólido, que se caracteriza por presentar márgenes EBITDA y flujos de caja operativos estables a través del tiempo y una política de dividendos que se ajusta al plan de inversiones de la compañía. Durante el año 2014, los ingresos y el EBITDA de ISA consolidado fueron US\$1.005 millones y US\$1.919 millones respectivamente. Los dividendos recibidos durante el mismo año alcanzaron USD\$66.629 millones, siendo Transelca, y Rep los mayores contribuyentes.

A pesar de la naturaleza apalancada del negocio de concesión de vías, los márgenes de rentabilidad son similares a los visto en el negocio de transmisión eléctrica, resultando en márgenes consolidados cercanos al 60%.

Fuerte Generación de Efectivo. Históricamente ISA Matriz ha generado un flujo de caja operativo (FCO) suficiente para cubrir holgadamente sus inversiones de capital y repartir dividendos, manteniendo flujos de caja libre (FCL) positivos. En los últimos tres años el FCO promedio de ISA consolidado ha sido de alrededor de USD\$1.100 millones. Para 2014 y 2015 se espera que el FCO se mantenga alrededor de los \$1.500 millones, considerado recursos suficientes para cubrir con holgura sus obligaciones crediticias. La entrada en operación de importantes proyectos de transmisión en Perú y Colombia, apoyarán el crecimiento de los ingresos durante 2014 y 2015.

Analisis de Flujo de Caja - Interconexion Electrica S.A. E.S.P. - ISA

consolidado	LTM				
COP Millions	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos	3.513.617	4.368.600	4.303.075	3.601.325	3.687.756
EBITDA	2.490.075	2.963.594	2.846.933	1.948.280	1.931.208
Utilidad Neta	343.896	336.776	272.938	433.048	518.524
Depreciación y Amortización	619.049	770.205	844.216	397.181	219.473
Otros Ajustes del Flujo de Caja Operativo	(4.101.513)	(1.482.526)	3.607.344	342.046	844.127
Fondos de Operaciones	(3.138.568)	(375.545)	4.724.498	1.172.275	1.582.124
Cambio en el capital de Trabajo	356.414	305.020	(2.573.912)	1.521.702	207.263
Flujo de Caja Operativo	(2.782.154)	(70.525)	2.150.586	2.693.977	1.789.387
Capex	106.235	114.548	245.485	337.862	705.629
Dividendos	173.796	187.198	245.904	208.244	208.243
Flujo de Caja Libre (FCL)	(3.062.185)	(372.271)	1.659.197	2.147.871	875.515
Capex/Ingresos	3,0	2,6	5,7	9,4	19,1
FCF Margen (%)	(87,2)	(8,5)	38,6	59,6	23,7
Deuda Total / EBITDA	3,8	3,6	3,7	4,5	4,5
Deuda Total Neta/EBITDA	3,3	3,1	3,1	3,5	3,5

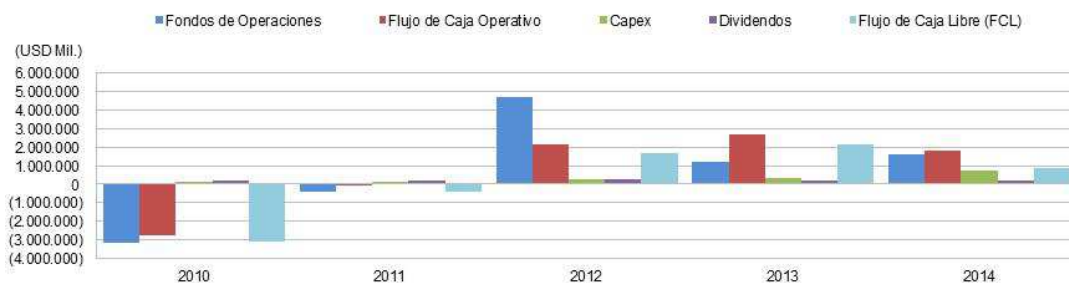
Fuente: ISA

Exigente Plan de Inversiones. ISA mantiene una alta y dinámica ejecución de inversiones. A nivel consolidado ISA invirtió en el 2013 alrededor de \$1,4 billones, repartidas de forma balanceada entre Chile 29%, Colombia 17% Brasil 25.8% y Perú 26%. En los próximos tres años se espera que las inversiones se mantengan alrededor de las USD\$1.6 billones. Esta alta ejecución de inversiones le permite a la compañía robustecer sus fuentes de ingresos y mantener sus niveles de rentabilidad. El negocio de transmisión de energía y concesiones viales mantendrán aportes del 68% y 26% de ingresos en los próximos años.

Robusta Repartición de Dividendos. La política de dividendos de ISA hacia sus accionistas se ha encontrado en el rango de 55% a 70% de la utilidad neta de cada año, dependiendo de las necesidades de inversión de la compañía. El Grupo ISA tiene como política que sus filiales financien sus necesidades de inversión de forma independiente, y en caso de ser necesario, estableciendo una política de dividendos restringida hacia la matriz.

Flujos de Caja Libre Positivo 2014 y 2015. Los próximos tres años serán años de altas erogaciones de efectivo, derivadas de las altas inversiones de capital del plan de expansión y su exigente política de dividendos. Pese a lo anterior, En el escenario de proyección de ISA consolidado, para los periodos comprendidos entre 2014 y 2015 el Flujo de Caja Libre se mantendrá en niveles positivos, generándose caja suficiente para mantener sus fuertes coberturas respecto a su servicio de deuda. Durante 2013, ISA ejecutó Capex por USD\$574 millones, repartió dividendos por USD\$108 millones y el flujo de caja libre fue de USD\$456 millones.

Evolución Flujo de Caja



Fuente: ISA

Emisores Comparables y Análisis del Sector

USD Millones	ISA S.A. E.S.P.	EEB S.A. E.S.P.	Consortio Transmantaro S.A.	Transmissora Alianza de Energía Eléctrica S.A.
Long Term IDR	AAA(col)	BBB-	BBB-	BBB
Perspectiva	Perspectiva Estable	Perspectiva Estable	Perspectiva Estable	Perspectiva Estable
Estadísticas Financieras				
Ventas Netas	1.926	1.048	170	670
Variación de Ventas (%)	-16%	19%	-7.3%	11.9%
EBITDA	1.042	903	88	529
Margen de EBITDA (%)	54%	86%	51%	79
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.149	337	50	58
Deuda Total Ajustada	4.524	2.366	514	1.850
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	947	861	7.3	226
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.441	788	27	416
Inversiones de Capital	181	236	183	3.5
Indicadores Crediticios (x)				
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	2,1	7,3	2,7	3,6
Deuda Total Ajustada/EBITDA	4,3	2,62	5,83	3,4
Deuda Total Neta Ajustada/EBITDA	3,4	1,6	5,66	3,0

Fuente: Fitch

Perfil de la Empresa

ISA es una compañía de capital de mezcla, donde el gobierno posee 56,73% del total de acciones. El segundo mayor accionista es Empresas Públicas de Medellín con el 10,17% de la propiedad y el otro 33,1% de las acciones se distribuyen en todo el mercado.

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) es la compañía de transmisión más grande de Colombia, con 11.731 km de líneas de transmisión en el país y 40.940 km de líneas de transmisión en los países donde tiene operaciones. ISA también tiene inversiones en otras empresas de transporte en toda América Latina, incluyendo 60% en dos empresas de transporte más grandes del Perú y una de las empresas de transporte más grandes de Brasil (CTEEP). ISA también presta otros servicios en Colombia, como las telecomunicaciones de fibra óptica, así como el funcionamiento, la gestión y construcción de concesiones de infraestructuras y carreteras.

Operaciones

Transmisión

El negocio principal de ISA es la transmisión de energía. La compañía cuenta con operaciones en Colombia, Perú, Brasil y Bolivia donde ISA es uno de los mayores jugadores. Este negocio representa el 68% del total de ingresos.

Negocio de Bajo Riesgo. El negocio de transmisión eléctrica se caracteriza por ser regulado y contar con ingresos garantizados por períodos de tiempo definidos. Aproximadamente 90% de los ingresos generados por ISA (Colombia) son regulados y con tarifas que se revisan cada cinco años. En los últimos dos años, el regulador ha desarrollado nuevos parámetros regulatorios que entraron en vigor antes de fin de año 2010. Estos cambios en los aranceles como resultado de un aumento de los ingresos modestos de aproximadamente 0,5%. El saldo del 10% de los ingresos en los ingresos de ISA se generan mediante contratos bilaterales con los ajustes por inflación anuales y sin críticas de regulación tarifaria de un período predeterminado de aproximadamente 20 años (hasta 2031-2032).

Perspectiva Favorable. Las perspectivas de crecimiento de ISA en América Latina son muy prometedoras, ya que los gobiernos de estos países continuarán ofreciendo oportunidades para la expansión de la transmisión de potencia. Los gobiernos de Chile, Colombia y Perú han sido muy proactivos para promover las inversiones en sus respectivos países, estimándose inversiones del orden de USD\$3,7 billones para los próximos años.

Concesiones Viales

ISA entró oficialmente a este negocio con Intervial Chile adquisición (Formerly Cointra Chile) en septiembre de 2010. ISA pagó aplicación. USD290 millones a Cintra España el 60% de las acciones de Intervial Chile. En diciembre de 2011, ISA adquirió la participación restante del 40% de Intervial Chile por USD211 millones. La inversión fue financiada por préstamos entre empresas (de ISA y Intervial Chile a ISA Chile).

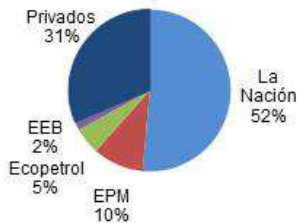
Intervial Chile es el mayor operador de concesiones de autopistas en Chile. Intervial opera 5 de las concesiones de autopistas de 8, que comprende la Ruta 5, principal carretera de Chile. Estas concesiones cubren seis estados que representan el 80% de la población de Chile y el 74% de la flota de vehículos del país.

Potencial de Crecimiento. Colombia presenta un potencial de alto crecimiento en términos de infraestructura vial. En los próximos cinco años se estiman inversiones del orden de USD 5.000 millones. ISA espera capturar oportunidades derivadas de esta expansión, de esta manera aprovechar la experiencia recolectada en Chile.

Telecomunicaciones

ISA participa en el transporte de las telecomunicaciones a través de su filial Internexa. Internexa tiene operaciones en Colombia, Ecuador, Perú, Chile, Argentina, Brasil y Venezuela. La intención de ISA es consolidar sus operaciones como el operador de red importante en América del Sur. Además, el objetivo de ISA es conectar a Centro y Sudamérica a través de un cable de fibra óptica continua (aprovechando su filial participando en SIEPAC). Infraestructura de conectividad de ISA se basa en una red de fibra óptica de 26,022kilómetros que conecta siete países en más de 63 ciudades.

Accionistas ISA



Fuente: ISA

Resumen Financiero — Interconexion Electrica S.A. E.S.P. - ISA

COP Millones, Year Ending dic. 31

Rentabilidad	LTM				
	mar. 31, 2014	2013	2012	2011	2010
EBITDA	1.931.208	1.948.280	2.846.933	2.963.594	2.490.075
EBITDAR	1.931.208	1.948.280	2.846.933	2.963.594	2.490.075
Margen de EBITDA (%)	52,4	54,1	66,2	67,8	70,9
Margen de EBITDAR (%)	52,4	54,1	66,2	67,8	70,9
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	12,1	10,4	27,4	2,7	(13,3)
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	23,7	59,6	38,6	(8,5)	(87,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	4,8	4,0	2,6	3,0	3,2
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	2,9	2,3	6,0	0,6	(8,5)
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	2,3	2,2	3,0	3,1	7,5
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	2,3	2,2	3,0	3,1	7,5
EBITDA/Servicio de Deuda	1,3	1,3	1,2	1,2	2,2
EBITDAR/Servicio de Deuda	1,3	1,3	1,2	1,2	2,2
FGO/Cargos Fijos	2,9	2,3	6,0	0,6	(8,5)
FFL/Servicio de Deuda	1,1	2,1	1,1	0,2	(2,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	2,3	3,3	1,9	0,8	(1,4)
FGO/Inversiones de Capital	2,5	8,0	8,8	(0,6)	(26,2)
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/FGO	3,6	4,2	1,8	18,5	(3,4)
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	4,5	4,5	3,7	3,6	3,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,5	3,5	3,1	3,1	3,3
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	4,5	4,5	3,7	3,6	3,8
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	3,5	3,5	3,1	3,1	3,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,2	9,9	10,0	10,9	5,2
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Balance					
Total Activos	25.804.177	25.567.362	25.770.989	26.659.165	25.819.800
Caja e Inversiones Corrientes	1.860.601	1.820.189	1.676.906	1.412.951	1.211.091
Deuda Corto Plazo	701.768	584.151	1.349.465	1.548.377	781.705
Deuda Largo Plazo	8.010.093	8.114.317	8.042.782	7.946.933	7.312.535
Deuda Total	8.711.861	8.698.468	9.392.247	9.495.310	8.094.240
Total Patrimonio	11.276.596	11.156.022	10.283.936	10.822.925	11.670.979
Total Capital Ajustado	19.988.457	19.854.490	20.714.018	21.560.411	21.143.671
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.582.124	1.172.275	4.724.498	(375.545)	(3.138.568)
Variación del Capital de Trabajo	207.263	152.1702	(2.573.912)	305.020	356.414
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.789.387	2.693.977	2.150.586	(70.525)	(2.782.154)
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(705.629)	(337.862)	(245.485)	(114.548)	(106.235)
Dividendos	(208.243)	(208.244)	(245.904)	(187.198)	(173.796)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	875.515	2.147.871	1.659.197	(372.271)	(3.062.185)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.303)	970	6.105	(105.463)	(238.325)
Otras Inversiones, Neto	(396.846)	(596.491)	(818.000)	—	—
Variación Neta de Deuda	(680.376)	(917.095)	299.215	1.405.490	3.628.528
Variación Neta del Capital	(19.096)	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	88.317	(491.971)	(882.562)	(725.896)	(133.749)
Variación de Caja	(133.789)	143.284	263.955	201.860	194.269
Estado de Resultados					
Ventas Netas	3.687.756	3.601.325	4.303.075	4.368.600	3.513.617
Variación de Ventas (%)	2,4	(16,3)	(15)	24,3	6,2
EBIT	1.711.735	1.551.099	2.002.717	2.193.389	1.871.026
Intereses Financieros Brutos	833.184	896.815	943.593	956.377	330.394
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	518.524	433.048	272.938	336.776	343.896

Source: Company Report.

Relación con los medios: María Consuelo Pérez, Bogotá, Tel. + 571 326-9999 Ext. 1310, Email: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 27 de Mayo de 2014.
Acta Número: 3565
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.

Definición de la Calificación Largo Plazo: Las emisiones 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.

Calificación de Corto Plazo. Las calificaciones situadas en F1+(col) son consideradas 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 disponible en 'www.fitchratings.com' y 'www.fitchratings.com.co'

Criterios de Calificación Aplicables e Informes Relacionados:

-- 'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras' (Agosto 29, 2013);

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.

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)*: Glacia Calp, Natalia O'Byrne, y Jorge Yanes. *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 DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y EXENCIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y EXENCIONES EN EL SIGUIENTE VÍNCULO: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADICIONALMENTE, LAS DEFINICIONES Y LOS TERMINOS DE USO DE LAS CALIFICACIONES SE ENCUENTRAN DISPONIBLES EN EL SITIO WEB DE LA AGENCIA 'WWW.FITCHRATINGS.COM'. LAS CALIFICACIONES PUBLICADAS Y LAS METODOLOGIAS SE ENCUENTRAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO WEB EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, LAS POLITICAS DE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS ENTRE AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y OTROS PROCEDIMIENTOS RELEVANTES SE ENCUENTRAN DISPONIBLES EN LA SECCION DE 'CODIGO DE CONDUCTA' DE ESTE SITIO.

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.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN 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 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 INTERÉS, 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 © 2014 por Fitch Ratings, 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 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.