

Gas Natural S.A. E.S.P.

Informe Integral

Calificaciones

| | |
|--|-----------|
| Nacional | |
| Calificación Largo Plazo | AAA (col) |
| Calificación Corto Plazo | F1+ (col) |
| Emisión de Bonos Ordinarios 2012 COP\$ 500.000 millones | AAA (col) |

Perspectiva

| | |
|--|---------|
| Calificación Largo Plazo | Estable |
| Emisión de Bonos Ordinarios 2012 COP\$ 500.000 millones | Estable |

Resumen Financiero

| En Col\$ MM | 30.06.12 LTM | 31.12.11 |
|------------------------------|-----------------|-------------|
| Ingresos | \$1.194.979 | \$1.101.644 |
| EBITDA | \$343.192 | \$365.934 |
| Margen EBITDA | 28,7% | 33,2% |
| Deuda Financiera | \$198.594 | \$233.293 |
| Caja y Valores Líquidos | \$19.942 | \$120.352 |
| Total Activos | \$1.645.916 | \$1.661.111 |
| Deuda Total / EBITDA | 0,58x | 0,64x |
| EBITDA / Int. Financieros | 22,3x | 23,8x |

LTM: Last Twelve Months (Ultimos Doce Meses)

Analistas

Andrés Serrano
+571 326-9999 Ext. 1190
Andres.Serrano@fitchratings.com

Natalia O'Byrne
+571 326-9999 Ext. 1100
Natalia.Obyrne@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Negocio maduro con expectativas de crecimiento moderado: Gas Natural S.A. E.S.P. opera en un mercado regulado, lo que se traduce en una alta predictibilidad de sus ingresos y una baja exposición a riesgos volumétricos. A pesar de la madurez del mercado que atiende, donde alcanza niveles de saturación cercanos al 93%, la empresa continúa incorporando usuarios, aunque a un ritmo moderado. Así, durante 2011, logró incorporar 75 mil usuarios, llegando así a un total de 1'766.315 usuarios, para a un crecimiento de 4,5% con respecto al año 2010.

Generación operativa robusta: La generación de EBITDA muestra un comportamiento creciente a pesar de presentar márgenes de EBITDA decrecientes. Para los doce meses terminados a junio de 2012, la generación de EBITDA fue de \$343.192 millones para un margen del 28,7%. La generación de Flujo de Caja Operativo (CFO) ha mostrado un comportamiento favorable en los últimos cinco años y ha sido suficiente para atender sus moderadas necesidades de inversiones de capital y una política de dividendos agresiva.

A futuro, Fitch espera que el margen de rentabilidad continúe disminuyendo, resultado de la expectativa de un menor cargo de distribución en la tarifa aplicada a los usuarios del mercado regulado, así como del incremento esperado en los precios de suministro de gas, que impactan a su vez los márgenes de comercialización del gas al mercado no regulado. Fitch considera que, a pesar de la menor rentabilidad esperada, esta aun es fuerte, se compara favorablemente con su grupo de pares.

Perfil crediticio conservador: Para los doce meses terminados a junio de 2012, el apalancamiento deuda total a EBITDA se ubicó en 0,58 veces y la deuda total a FFO, en 0,62 veces, mientras que la cobertura de EBITDA a intereses fue de 22,3 veces y de FFO a intereses, de 19,2 veces, indicadores que se consideran robustos para la categoría de calificación asignada y se compran positivamente frente a su grupo de pares.

La presente emisión de hasta \$500 mil millones tiene como objetivo la sustitución de sus pasivos financieros, la extensión del perfil de vencimientos de la deuda, así como el financiamiento de posibles inversiones que incorporarían ingresos adicionales. Al considerar la nueva deuda, Fitch espera que el nivel de apalancamiento deuda total a EBITDA ronde las 1,5 veces en los próximos cinco años y 2,0 veces la deuda total a FFO, niveles que se consideran adecuados para la categoría de calificación.

Estrategia financiera orientada a reducir presiones de liquidez: A pesar de presentar importantes vencimientos de deuda en el corto plazo y tener una exigente política de dividendos, la robusta generación de caja, su amplio acceso al mercado financiero, así como el flujo de dividendos provenientes de sus filiales soportan su situación de liquidez. La compañía presenta vencimientos corrientes de su deuda por \$123 mil millones, que corresponden al 62% de su deuda vigente, por lo que la presente emisión le permitirá eliminar las presiones sobre su flujo de caja y de esta forma atender ampliamente sus requerimientos de inversión y el pago de dividendos a su accionista.

Riesgos Regulatorios y de Suministro Moderados: Para Fitch, la exposición de Gas Natural al riesgo regulatorio es moderada. La empresa llevó a cabo la renovación de sus contratos de suministro en diciembre de 2011 por un plazo de dos años, de acuerdo a los lineamientos trazados por el Decreto 2100 de 2011, que estableció un periodo de transición hasta tanto se defina una metodología tarifaria definitiva. El ente regulador ha venido adelantando iniciativas orientadas a garantizar el abastecimiento del combustible y actualmente prepara un marco normativo que se espera incorpore aspectos asociados a la confiabilidad del sistema.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Entre los factores futuros, individuales o colectivos, que pudiesen derivar en una acción negativa de calificación se encuentran:

Incremento en las necesidades de inversión superiores a las contempladas que llegasen a requerir recursos de deuda considerablemente mayores a los estimados y/o una considerable disminución en su generación operativa de manera que resultara en métricas de apalancamiento sostenidamente superiores a 3,5 veces deuda a EBITDA.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Adecuada posición de liquidez

La posición de liquidez Gas Natural es adecuada a pesar de presentar importantes vencimientos de deuda en el corto plazo y un alto flujo de dividendos a su accionista. La compañía presenta una robusta generación de EBITDA, que a diciembre de 2011 cubría en 2,2 veces su servicio de la deuda. Adicionalmente, la presente emisión de bonos le permitirá a la compañía extender su perfil de vencimientos en el largo plazo y mitigar las presiones sobre su flujo de caja como resultado de eventuales proyectos de inversión.

Históricamente Gas Natural ha realizado las inversiones requeridas para el mantenimiento y reposición de su red a través de la generación propia y un bajo componente de deuda. Sin embargo, la empresa presenta una exigente política de reparto de dividendos por parte de su accionista mayoritario, lo cual se ha visto reflejada en una generación de Flujo de Caja Libre (FCF) negativo, con excepción del año 2011, cuando la empresa generó un FCF positivo de \$110 mil millones, como resultado de un reparto de dividendos anticipado en el año 2010.

Gas Natural presenta vencimientos de su deuda en el corto plazo por \$122.802 millones, correspondiente al 62% de sus obligaciones financieras vigentes a junio de 2012. La emisión de bonos ordinarios por \$500 mil millones destinados a la sustitución de la totalidad de los pasivos, le permitirá a la empresa extender el perfil de vencimientos de la deuda y le proveerá recursos para adelantar eventuales necesidades de inversión.

La compañía estudia actualmente la posibilidad de desarrollar inversiones adicionales en confiabilidad a través de la construcción de una planta de almacenamiento por un costo aproximado de USD\$200 millones. La ejecución de este proyecto dependerá de la manera en que la nueva metodología tarifaria remunerará estas inversiones y con base en esto definirá la combinación de deuda y recursos propios para su financiación.

Eventos Recientes

En el año 2011, Gas Natural extendió su operación a cerca de 1.900 usuarios a través de la incorporación de los municipios de la Calera y El Rosal en el departamento de Cundinamarca por medio de gasoductos virtuales. Así, la compañía logró cerrar el año con 1,7 millones de usuarios residenciales, lo cual representa un incremento del 4,4% respecto del año anterior. Este crecimiento se considera destacable considerando el mercado atendido por Gas Natural, el cual presenta un nivel de saturación del 93%. Para los próximos dos años Gas Natural prevé la incorporación de 21 municipios adicionales a través de gasoductos virtuales, con un potencial de cerca de 23 mil usuarios.

En 2011, se llevó a cabo un proceso de negociaciones bilaterales entre compradores y productores al presentarse un excedente entre las cantidades ofertadas frente a las demandadas. Dichas negociaciones se realizaron en el marco del periodo de transición establecido por la CREG hasta diciembre de 2013 mediante la Resolución 118 de 2011, con el fin de definir la metodología aplicable a la distribución de gas para el próximo quinquenio. De esta manera, Gas Natural logró extender el vencimiento de sus contratos y garantizar el suministro en firme de 116.750 MBTUd.

Hasta el año 2011, Gas Natural se había favorecido del contrato de asociación firmado con Ecopetrol en 2004 por 90.000 MBTUd, que estipulaba un precio de alrededor de 2 USD/MBTU, el cual había permitido mantener una competitividad en las tarifas trasladadas al usuario. Las recientes negociaciones con Ecopetrol y Equión resultaron en precios cercanos a los 5 USD/MBTU para mercado regulado y 2.7 USD/MBTU para mercado no regulado, por lo que para el año 2012, se espera que los ingresos asociados a la venta de gas reflejen el incremento en el precio trasladado al usuario al tratarse de un *passthrough*.

De acuerdo con las estimaciones de los actores involucrados, la disminución en el cargo por distribución, que pretende absorber las eficiencias adquiridas durante los últimos años, sería de alrededor de un 25%. Así, el impacto que sobre las empresas distribuidoras de gas será el de una reducción de los márgenes del sector regulado. Para el usuario, la reducción en el margen

por distribución, será compensado por un alza en el en el componente de transporte, que podría ser cercano al 17%, así como por los elevados precios del gas, el cual es trasladado al usuario al ser un *passthrough* para las distribuidoras.

Fitch ve de forma positiva los avances en materia regulatoria relacionados con la confiabilidad del sistema y el abastecimiento de gas que permita garantizar la demanda interna en situaciones de picos de consumo. Asimismo, considera que los mecanismos de remuneración propuestos por el ente regulador, están orientados a crear las condiciones adecuadas para la ejecución de proyectos de infraestructura que permitan enfrentar posibles coyunturas de desabastecimiento interno a largo plazo.

Durante el año 2011, Gas Natural realizó inversiones por \$23,6 mil millones dentro de las que se destaca la ampliación de redes por \$15,4 mil millones, lo cual representa un incremento del 31% frente al año anterior. La empresa llevó a cabo la construcción de 153 Kms de redes de alta y media presión, con lo cual sumó 12.518 kilómetros en su infraestructura. Si bien las inversiones en expansión no son elevadas, producto de la madurez que presenta el mercado atendido por Gas Natural, comportamiento positivo de la construcción de viviendas nuevas ha soportado buena parte del incremento de los usuarios, fortaleciendo su base de ingresos.

A partir de la ley 1450 de 2011, se estableció la exención a partir del 1 de enero de 2012 del cobro de la contribución para los usuarios industriales de la cual era objeto desde 1994. Se espera como resultado que el déficit en subsidios llegaría a cerca de \$40 mil millones, desde los cerca de \$22 mil millones presentados al cierre de 2011. Sin embargo, de acuerdo con la reglamentación de la ley se establecieron apropiaciones presupuestales por cerca \$203 mil millones con el fin de cubrir el nuevo desbalance. Actualmente el giro del déficit en subsidios se realiza de manera oportuna a través de Fondo de Solidaridad.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Gas Natural opera en un mercado regulado, del cual deriva cerca del 50% de sus ingresos (Dic-11), lo que se traduce en una alta predictibilidad en sus ingresos y una moderada exposición a riesgos volumétricos. El incremento en los ingresos por venta de gas producto de la incorporación de nuevos usuarios en el sector doméstico comercial y mayores ventas asociadas al Gas Natural Vehicular (GNV) permitieron que para los doce meses terminados en junio de 2012, la compañía registrara ingresos operacionales por \$1.194 millones, lo cual representa un incremento del 8,5% con respecto a los ingresos generados durante el año 2011.

El positivo comportamiento de los ingresos ha sido posible gracias al dinamismo industrial, reflejado en un incremento del 19% en las ventas a este sector. Igualmente, la incorporación de los municipios de La Calera y El Rosal, como la dinámica en la construcción y la densificación del área de influencia de Gas Natural, resultaron en un incremento del 26% en las ventas al sector doméstico-residencial. A futuro el incremento en las ventas de gas a este mercado estará determinado por la velocidad con que la empresa incorpore nuevos municipios.

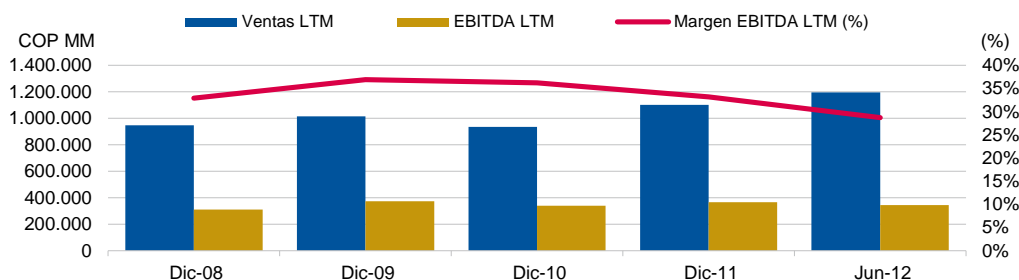
De otra parte, las ventas de GNV crecieron en un 14% durante el año 2011, lo cual es destacable tras dos años consecutivos de disminución. Las conversiones que al cierre de 2011 llegaron a 11.849, crecieron en un 115% frente al cierre de 2010, lo cual refleja la recuperación de este segmento. Este comportamiento responde a la reactivación del programa de subsidios, suspendido durante el periodo de sequía en 2009 ante una elevada demanda de gas por parte de las generadoras térmicas. El gobierno decidió restringir los incentivos a la demanda del combustible por parte de otros mercados con el fin de priorizar las entregas al sector eléctrico. Gas Natural ha identificado este mercado como el de mayor potencial de crecimiento.

Por su parte, la generación de EBITDA de Gas Natural, que para los doce meses terminados en junio de 2012 disminuyó a \$343,1 mil millones desde \$365,9 mil millones al cierre de 2011 como resultado de un precio relativamente superior, tras las negociaciones de suministro de gas realizadas en diciembre de 2011. No obstante, el precio de gas es un *passthrough* para las compañías distribuidoras de gas, este ajuste se verá reflejado de manera gradual en la facturación a sus usuarios. Así, el margen EBITDA para este periodo experimentó una disminución hasta llegar al 28,7% a junio de 2012 desde 33,2% a diciembre de 2011, el cual es aun superior al nivel presentado por compañías similares.

A futuro, los márgenes de rentabilidad de Gas Natural históricamente altos se prevén inferiores como resultado de la aplicación de la nueva metodología tarifaria. La generación operativa de Gas Natural ha sido históricamente estable y sus márgenes de rentabilidad se han mantenido en niveles superiores a los presentados por sus pares. Sin embargo, la disminución en el cargo por distribución, producto de la incorporación de las eficiencias adquiridas en los últimos años, se verá reflejada en un menor margen EBITDA, lo cual en opinión de Fitch no afectará el perfil crediticio de Gas Natural.

Rentabilidad Operativa

2008 - 2012



Fuente: Gas Natural S.A. E.S.P.

Gas Natural presenta un bajo nivel de endeudamiento. A junio de 2012, su deuda total ascendía a \$198,5 mil millones, de la cual el 99% correspondía obligaciones financieras expresadas en moneda local y el remanente a contratos de leasing financiero. Así, para este periodo el apalancamiento medido respecto a su generación de EBITDA era de 0,6 veces, muy inferior al presentado por su grupo de pares. Fitch espera que tras la emisión de bonos ordinarios, su indicador de apalancamiento se sitúe alrededor de 1,1 veces, lo cual no comprometería su perfil crediticio y se mantendría acorde con la calificación asignada.

Características de la Emisión

La empresa viene tramitando la inscripción de una emisión de bonos ordinarios por un monto máximo de \$500.000 millones. Dicha emisión podrá emitirse en una o más series a plazos de entre los 18 meses y los 20 años. Los recursos provenientes de la colocación de los Bonos Ordinarios serán destinados en un 100% a la sustitución de pasivos financieros del Emisor y a capital de trabajo.

Perfil

Gas Natural S.A.E.S.P. es una empresa dedicada a la prestación del servicio público de gas domiciliario de distribución y comercialización de gas natural en Bogotá, Soacha, Sibate, La Calera y El Rosal. Su principal accionista es Gas Natural Internacional SDG S.A., con una participación accionaria del 59.06%, quien a su vez pertenece al grupo Gas Natural Fenosa S.A., lo cual le permite tener acceso a la experiencia y el conocimiento del sector de energía y gas.

Gas Natural cuenta con participación mayoritaria en las compañías Gas Natural Cundiboyacense S.A E.S.P. (75,45%), Gas Natural del Oriente S.A E.S.P. (54,5%), y Gas Natural Servicios Limitada (99,9%). Adicionalmente, cuenta con una empresa subsidiaria, Gasnacer S.A ESP, en la cual participa directamente con una participación del 6.29% de las acciones en circulación y de manera indirecta a través de Gasorient S.A. ESP, accionista mayoritario de Gasnacer S.A. ESP con una participación accionaria del 55.94% sobre su capital social. Vale la pena señalar que no existe ningún tipo de obligaciones cruzadas entre las compañías filiales de Gas Natural SDG, por lo que las obligaciones financieras son garantizadas de manera individual.

Resumen Financiero - Gas Natural S.A. E.S.P.

Cifras en Millones de Pesos

| | 30-jun-2012 | 31-dic-2011 | 31-dic-2010 | 31-dic-2009 | 31-dic-2008 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Profitability | | | | | |
| Operating EBITDA | 343.192 | 365.934 | 338.775 | 373.748 | 311.720 |
| Operating EBITDAR | 343.192 | 365.934 | 338.775 | 373.748 | 311.720 |
| Operating EBITDA Margin (%) | 28,7% | 33,2% | 36,2% | 36,9% | 32,9% |
| Operating EBITDAR Margin (%) | 28,7% | 33,2% | 36,2% | 36,9% | 32,9% |
| FFO Return on Adjusted Capital | n.a | 21,0% | 19,2% | 28,7% | 29,9% |
| Free Cash Flow Margin (%) | n.a | 10,0% | -26,4% | -1,3% | -2,0% |
| Return on Average Equity (%) | 23,9% | 23,9% | 30,2% | 35,6% | 70,8% |
| Coverage | | | | | |
| FFO Interest Coverage | n.a | 19,94 | 21,25 | 19,31 | 19,28 |
| Operating EBITDA/Gross Interest Expense | 22,31 | 23,76 | 31,77 | 25,96 | 24,41 |
| Operating EBITDAR/ Interest Expense + Rents | 22,31 | 23,76 | 31,77 | 25,96 | 24,41 |
| Operating EBITDA/ Debt-Service Coverage | 2,48 | 2,15 | 2,49 | 4,30 | 4,61 |
| Operating EBITDAR/ Debt-Service Coverage | 2,48 | 2,15 | 2,49 | 4,30 | 4,61 |
| FFO Fixed Charge Coverage | n.a | 19,94 | 21,25 | 19,31 | 19,28 |
| FCF Debt Service Coverage | n.a | 0,74 | -1,73 | 0,01 | -0,10 |
| (FCF+Cash & Marketable Securities)/Debt-Service Coverage | n.a | 1,45 | -1,63 | 1,25 | 0,89 |
| Cash Flow from Operations/Capital Expenditures | n.a | 8,61 | 13,74 | 14,10 | 11,92 |
| Leverage | | | | | |
| FFO Adjusted Leverage | n.a | 0,76 | 1,27 | 0,54 | 0,47 |
| Total Debt with Equity Credit/Operating EBITDA | 0,58 | 0,64 | 0,85 | 0,40 | 0,37 |
| Total Net Debt with Equity Credit/Operating EBITDA | 0,52 | 0,31 | 0,81 | 0,11 | 0,16 |
| Total Adjusted Debt/Operating EBITDAR | 0,58 | 0,64 | 0,85 | 0,40 | 0,37 |
| Total Adjusted Net Debt/Operating EBITDAR | 0,52 | 0,31 | 0,81 | 0,11 | 0,16 |
| Implied Cost of Funds (%) | 6,5% | 5,9% | 4,9% | 10,9% | 22,1% |
| Secured Debt/Total Debt | | | | | |
| Short-term Debt/Total Debt | 61,8% | 66,2% | 43,6% | 48,7% | 47,5% |
| Balance Sheet | | | | | |
| Total Assets | 1.645.916 | 1.661.111 | 1.309.956 | 1.119.975 | 978.268 |
| Cash and Marketable Securities | 19.942 | 120.352 | 13.527 | 107.746 | 67.055 |
| Short-Term Debt | 122.802 | 154.546 | 125.485 | 72.476 | 54.882 |
| Long-term Debt | 75.792 | 78.747 | 162.041 | 76.347 | 60.780 |
| Total Debt | 198.594 | 233.293 | 287.526 | 148.823 | 115.662 |
| Equity Credit | | | | | |
| Total Debt with Equity Credit | 198.594 | 233.293 | 287.526 | 148.823 | 115.662 |
| Off-Balance Sheet Debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total Adjusted Debt with Equity Credit | 198.594 | 233.293 | 287.526 | 148.823 | 115.662 |
| Total Equity | 1.093.978 | 1.228.138 | 894.855 | 818.698 | 706.345 |
| Total Adjusted Capital | 1.292.572 | 1.461.431 | 1.182.381 | 967.521 | 822.007 |
| Cash Flow | | | | | |
| Funds from Operations | n.a | 291.690 | 215.902 | 263.649 | 233.375 |
| Change in Working Capital | n.a | (87.510) | 20.279 | (7.735) | (44.432) |
| Cash Flow from Operations | n.a | 204.180 | 236.181 | 255.914 | 188.943 |
| Total Non-Operating/Non-Recurring Cash Flow | n.a | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Capital Expenditures | n.a | (23.711) | (17.192) | (18.152) | (15.854) |
| Common Dividends | n.a | (70.378) | (465.780) | (251.373) | (192.400) |
| Free Cash Flow | n.a | 110.091 | (246.791) | (13.611) | (19.311) |
| Net Acq. and Divest. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other Investments, Net | n.a | 50.967 | 13.866 | 21.139 | 45.775 |
| Net Debt Proceeds | n.a | (54.234) | 138.703 | 33.160 | 15.414 |
| Net Equity Proceeds | n.a | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Other (Inv. & Fin.) | n.a | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total Change in Cash | n.a | 106.824 | (94.222) | 40.688 | 41.878 |
| Income Statement | | | | | |
| Revenue | 1.194.979 | 1.101.644 | 935.623 | 1.013.350 | 947.773 |
| Revenue Growth (%) | | 17,7% | -7,7% | 6,9% | |
| Operating EBIT | 313.892 | 336.573 | 308.586 | 342.230 | 280.703 |
| Gross Interest Expense | 15.385 | 15.403 | 10.663 | 14.396 | 12.769 |
| Rental Expense | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Income | 242.493 | 254.031 | 259.034 | 271.434 | 250.022 |

Fuente – Estados Financieros Gas Natural S.A. E.S.P. – Cálculos Fitch Ratings
n.a. - No aplica.

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)

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

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 4 de Septiembre de 2012
Acta Número: 2751
Objeto del Comité: Calificación Original.

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.

Definición de la Calificación: La calificación 'AAA(col)' Representa 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. 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 12, 2011)

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Glauca Calp, Daniel Kastholm, Natalia O'Byrne, María Pía Medrano 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 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 METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2012 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. 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 títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.