

Odinsa S.A.

| Tipo de Calificación | Calificación | Perspectiva | Última Acción de Calificación |
|--------------------------------------|--------------|-------------|---|
| Bonos Ordinarios COP100.000 millones | AA-(col) | Estable | Afirmación de calificación y revisión de Perspectiva el 21 de julio de 2017 |
| Bonos Ordinarios COP400.000 millones | AA-(col) | Estable | Asignación el 21 de julio de 2017 |

[Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones](#)

Resumen de Información Financiera

| (COP millones) | Dic 2015 | Dic 2016 | Dic 2017P | Dic 2018P |
|--|----------|----------|-----------|-----------|
| Ingresos Netos | 69.412 | 28.351 | 3.365 | 3.567 |
| EBITDA Ajustado ^o | 102.672 | 72.426 | 66.205 | 140.963 |
| Flujo de Fondos Libre | (44.072) | 77.643 | 105.533 | (41.978) |
| Deuda Total Ajustada/EBITDA Ajustado ^d (veces) | 3,7 | 4,9 | 7,2 | 4,5 |
| EBITDA Ajustado ^a /Intereses Financieros Brutos (veces) | 2,9 | 4,6 | 1,6 | 2,5 |

P: proyecciones. ^a EBITDA después de dividendos recibidos más repago de deuda subordinada.
Fuente: Fitch

Fitch Ratings afirmó en 'AA-(col)' la calificación de la emisión de bonos ordinarios por COP100.000 millones de Odinsa S.A. (Odinsa) y revisó la Perspectiva a Estable desde Negativa. Asimismo, asignó una calificación de 'AA-(col)' a la emisión de bonos ordinarios por COP400.000 millones de Odinsa.

Las calificaciones se fundamentan en la experiencia amplia de Odinsa en el desarrollo de proyectos de infraestructura dentro y fuera de Colombia, el fortalecimiento gradual de los flujos recibidos de las diversas concesiones en las que participa y su estrategia de participar en concesiones de largo plazo con ingresos predecibles tanto en Colombia como en otros países de la región. La calificación está limitada por el nivel elevado de apalancamiento que mantiene la compañía y las presiones sobre los indicadores de liquidez.

Factores Clave de las Calificaciones

Importancia para la Matriz: Fitch evalúa de manera positiva la presencia de Grupo Argos (GA) como accionista controlador de Odinsa, dado que esta ha alineado sus directrices y políticas con las del grupo en mención. Ello se refleja en el redireccionamiento estratégico hacia los negocios de concesiones viales y aeroportuarias, así como en la desinversión en activos no estratégicos. Odinsa es un pilar clave dentro de la estrategia de crecimiento de GA. Complementa su portafolio de inversiones y tiene el potencial de ser una fuente estable de dividendos a mediano plazo. Las calificaciones incorporan la expectativa de un fortalecimiento del soporte de GA, el cual ha declarado públicamente su disposición a realizar una inyección de capital de COP600.000 millones en Odinsa, directamente o mediante otras alternativas que están siendo evaluadas. Lo anterior le permitiría fortalecer su estructura de capital y el flujo de caja proveniente de los proyectos en los que participa.

Flujo de Caja Prospectivo Creciente: La fuente principal de caja de Odinsa para honrar sus aportes de capital y compromisos financieros deriva de los dividendos recibidos y del repago de deuda subordinada aportada a cada proyecto. La compañía decidió introducir un cambio estructural en su modelo de negocio y disminuir las actividades de construcción realizadas de manera directa. En el futuro, los ingresos por este concepto tenderán a ser mínimos a nivel individual de Odinsa. Entre 2017 y 2021, Fitch espera un fortalecimiento gradual de los flujos de dividendos y de repago de deuda subordinada de los proyectos, estimados en aproximadamente COP1,3 billones. El fortalecimiento del flujo de caja operativo (FCO) permitirá a Odinsa fondear los aportes de capital esperado para los próximos 5 años que ascienden a COP725.000 millones.

Apalancamiento aún Presionado: El apalancamiento de Odinsa todavía es elevado para su nivel actual de calificación. Al cierre de 2017, Fitch estima que el apalancamiento de la compañía, medido como EBITDA más dividendos y repago de deuda subordinada, alcanzará 7,2 veces (x), nivel considerado débil para la categoría de calificación. La agencia tiene como expectativa que a partir de 2018 haya un desapalancamiento y que este indicador alcance un nivel inferior a 4x en 2019, producto de la materialización de las diversas estrategias que la compañía ha comenzado a ejecutar para fortalecer su estructura de capital y generación de flujo de caja.

Experiencia Amplia en el Sector de Infraestructura: Odinsa acumula una experiencia amplia en la gestión, construcción y operación de proyectos de infraestructura vial y aeroportuarias. En la actualidad, la compañía posee mayoría accionaria en diversas concesiones viales en distintas fases de madurez. Asimismo, tiene participación en dos concesiones aeroportuarias importantes en Colombia y en Ecuador.

Derivación de las Calificaciones respecto a Pares

| Derivación de las Calificaciones frente a los Pares | |
|---|---|
| Comparación con Pares | Odinsa ha sido un jugador importante en una industria de infraestructura altamente fragmentada, principalmente enfocada en concesiones de carreteras y aeropuertos. La compañía tiene presencia en Colombia, República Dominicana, Ecuador y Aruba, lo que compara positivamente respecto a otros actores locales importantes. El modelo de negocio de Odinsa se centra en la gestión de concesiones, incluidas algunas nuevas en fase de construcción que Fitch espera den a la empresa un flujo de efectivo más predecible y estable a partir de dividendos. Este es un modelo de negocio menos riesgoso, comparado con el de otros pares enfocados principalmente en el negocio directo de construcción. Fitch espera que Odinsa reduzca gradualmente su apalancamiento. |
| Vínculo Matriz/Subsidiaria | La vinculación con una matriz fuerte como GA se considera positiva para las calificaciones de Odinsa, factor con el que no cuentan otras empresas del sector. |
| Techo País | A estas calificaciones no les aplica la limitación a causa del techo país. |
| Entorno Operativo | Fitch mantiene una Perspectiva Positiva para el sector de construcción y materiales de construcción en Colombia, soportada en el inicio de proyectos de infraestructura 4G y obras de gobiernos locales. A su vez, condiciones más favorables de tasas de interés, así como los diversos programas de subsidios otorgados por el gobierno para la adquisición de viviendas, favorecen al sector edificador. |
| Otros Factores | No aplican. |
| Fuente: Fitch | |

Sensibilidad de las Calificaciones

Factores futuros que podrían llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción positiva de calificación:

- materialización de planes de capitalización que evidencien un mayor soporte de GA hacia a la compañía;
- niveles de apalancamiento inferiores a 4x de forma sostenida a nivel individual;
- generación de flujo de fondos libre (FFL) positivo a través del ciclo.

Factores futuros que podrían llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción negativa de calificación:

- debilitamiento de la relación entre la matriz y la subsidiaria, derivado de la no capitalización de Odinsa en los plazos y montos previstos;
- política agresiva de reparto de dividendos que deteriorase el FFL;
- participación en proyectos nuevos, cuyos aportes de capital sean financiados principalmente con deuda;
- deterioro del flujo de dividendos y/o de repagos de deuda subordinada.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Niveles de Liquidez Ajustados: En términos individuales, a marzo de 2017, la empresa mantenía disponibilidades de efectivo por COP12.719 millones para vencimientos de corto plazo de COP142.644 millones. Su acceso demostrado al mercado bancario y de capitales local, mediante emisiones en circulación de bonos y acciones, le brinda flexibilidad para atender los vencimientos de deuda. La emisión de bonos corporativos por COP400.000 millones que planea realizar la compañía deberá contribuir a mejorar el perfil de vencimiento de la deuda y sus indicadores de liquidez.

Estructura de Capital Prospectiva Mejora: El apalancamiento de la compañía aún es elevado para su nivel actual de calificación. Al cierre de 2017, Fitch estima que el apalancamiento de la compañía, medido como EBITDA más dividendos y repago de deuda subordinada, alcanzará 7,2 veces (x), nivel considerado débil para la categoría de calificación. La agencia tiene como expectativa que, a partir de 2018, haya un desapalancamiento y que este indicador alcance un nivel inferior a 4x en 2019, producto de la materialización de las diversas estrategias que la compañía ha comenzado a ejecutar para fortalecer su estructura de capital y generación de flujo de caja.

Vencimientos de Deuda y Liquidez Proyectados al 31 de Diciembre de 2016

| Vencimientos de Deuda | COP millones |
|---|---------------------|
| 2017 | 144.224 |
| 2018 | 117.738 |
| 2019 | 38.885 |
| 2020 | 39.049 |
| 2021 | 1.584 |
| Después de 2021 | 13.479 |
| Deuda Total | 354.958 |
| Análisis de Liquidez | |
| | COP millones |
| Efectivo Disponible | 47.421 |
| Líneas de Crédito Bancarias Comprometidas | 0 |
| Líneas de Crédito Bancarias No Dispuestas | 0 |
| Liquidez Total | 47.421 |
| Flujo de Fondos Libre Proyectado por Fitch a 2017 (Después de Dividendos) | 105.533 |
| Deuda de Corto Plazo | 144.224 |
| Puntaje de Liquidez [veces] | 1,2 |
| Fuente: Fitch | |

Supuestos Clave

Los supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor incluyen:

- capitalización de Odinsa por COP600.000 millones en 2018;
- reparto de dividendos promedio de COP95.000 millones anuales;
- aportes de capital en proyectos por COP725.000 millones distribuidos en los próximos 5 años;
- no ejecución de garantías otorgadas por Odinsa sobre préstamos en cabeza de empresas relacionadas.

Información Financiera

| (COP millones) | Histórico | | | Proyectado | | |
|---|-----------|----------|----------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Dic 2014 | Dic 2015 | Dic 2016 | Dic 2017 ^a | Dic 2018 ^a | Dic 2019 ^a |
| RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS | | | | | | |
| Ingresos Netos | 67.710 | 69.412 | 28.351 | 3.365 | 3.567 | 3.709 |
| Crecimiento de Ingresos (%) | -70,7 | 2,5 | -59,2 | -88,1 | 6,0 | 4,0 |
| EBITDA Operativo ^b | 9.868 | 17.011 | -22.405 | -41.754 | -43.356 | -45.091 |
| Margen de EBITDA Operativo (%) ^b | 14,6 | 24,5 | -79,0 | -1.240,8 | -1.215,5 | -1.215,7 |
| EBITDAR Operativo ^b | 9.868 | 17.011 | -22.405 | -41.754 | -43.356 | -45.091 |
| EBIT Operativo ^b | 4.492 | 9.966 | -25.598 | -44.465 | -45.667 | -47.061 |
| Margen de EBIT Operativo (%) | 6,6 | 14,4 | -90,3 | -1.321,4 | -1.280,3 | -1.268,8 |
| Intereses Financieros Brutos | -34.949 | -36.384 | -40.775 | -42.381 | -56.852 | -70.667 |
| Resultado antes de Impuestos | 91.643 | 143.349 | 684.532 | 96.533 | 214.561 | 233.955 |
| RESUMEN DE BALANCE GENERAL | | | | | | |
| Efectivo Disponible | 15.539 | 18.290 | 47.421 | 66.877 | 13.296 | 13.691 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 347.370 | 383.629 | 356.789 | 479.000 | 630.000 | 783.333 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 347.370 | 383.629 | 356.789 | 479.000 | 630.000 | 783.333 |
| Deuda Neta | 331.831 | 365.339 | 309.368 | 412.123 | 616.704 | 769.642 |
| RESUMEN DE FLUJO DE CAJA | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 9.868 | 17.011 | -22.405 | -41.754 | -43.356 | -45.091 |
| Intereses Pagados en Efectivo | 0 | -34.976 | -15.885 | -42.381 | -56.852 | -70.667 |
| Impuestos Pagados en Efectivo | 0 | 0 | -8.949 | -407 | -11.500 | -11.500 |
| Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias | 82.934 | 85.661 | 94.831 | 107.959 | 184.319 | 244.415 |
| Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones | -51.588 | -11.876 | 2.921 | 0 | 0 | 0 |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 41.214 | 55.820 | 51.731 | 27.244 | 77.135 | 121.390 |
| Variación del Capital de Trabajo | -19.618 | -99.305 | 26.590 | 173.289 | -1.401 | -985 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 21.596 | -43.485 | 78.321 | 200.533 | 75.734 | 120.405 |
| Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | | | |
| Inversiones de Capital (Capex) | -8.183 | -587 | -678 | | | |
| Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) | 12,1 | 0,8 | 2,4 | | | |
| Dividendos Comunes | -39.120 | 0 | 0 | | | |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | -219.322 | -160.885 | -23.473 | | | |
| Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos | 91.474 | 136.473 | 15.198 | -251.988 | -154.515 | -170.592 |
| Variación Neta de Deuda | 152.675 | 71.235 | -40.236 | 122.211 | 151.000 | 153.333 |
| Variación Neta de Capital | 0 | 0 | 0 | 480.000 | 600.000 | 0 |
| Variación de Caja y Equivalentes | -880 | 2.751 | 29.132 | 19.456 | -53.581 | 395 |
| DETALLE DE FLUJO DE CAJA | | | | | | |
| Margen de FGO (%) | 60,9 | 80,4 | 182,5 | 809,6 | 2.162,5 | 3.272,9 |

| Cálculos para Publicación de Proyecciones | | | | | | |
|---|----------|----------|---------|----------|-----------|----------|
| Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre | -266.625 | -161.472 | -24.151 | -531.300 | -725.800 | -102.752 |
| Flujo de Fondos Libre después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos | -245.029 | -204.957 | 54.170 | -330.767 | -650.066 | 17.653 |
| Margen de Flujo de Fondos Libre (después de Adquisiciones Netas) (%) | -361,9 | -295,3 | 191,1 | -9.829,6 | -18.224,5 | 476,0 |
| RAZONES DE COBERTURA (VECES) | | | | | | |
| FGO/Intereses Financieros Brutos | 2,2 | 2,6 | 4,2 | 1,6 | 2,3 | 2,7 |
| FGO/Cargos Fijos | 2,2 | 2,6 | 4,2 | 1,6 | 2,3 | 2,7 |
| EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos ^c | 2,7 | 2,9 | 4,6 | 1,6 | 2,5 | 2,8 |
| EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo ^c | 2,7 | 2,9 | 4,6 | 1,6 | 2,5 | 2,8 |
| RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES) | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^c | 3,7 | 3,7 | 4,9 | 7,2 | 4,5 | 3,9 |
| Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo ^c | 3,6 | 3,6 | 4,3 | 6,2 | 4,4 | 3,9 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^b | 3,7 | 3,7 | 4,9 | 7,2 | 4,5 | 3,9 |
| Deuda Ajustada respecto al FGO | 4,6 | 4,3 | 5,4 | 7,3 | 4,9 | 4,2 |
| Deuda Neta Ajustada respecto al FGO | 4,4 | 4,1 | 4,7 | 6,3 | 4,8 | 4,1 |

^a Proyecciones. ^b EBITDA asociado a ingresos por construcción de Odinsa individual. Excluye ingresos por método de participación patrimonial. ^c EBITDA después de dividendos recibidos más repago de deuda subordinada.

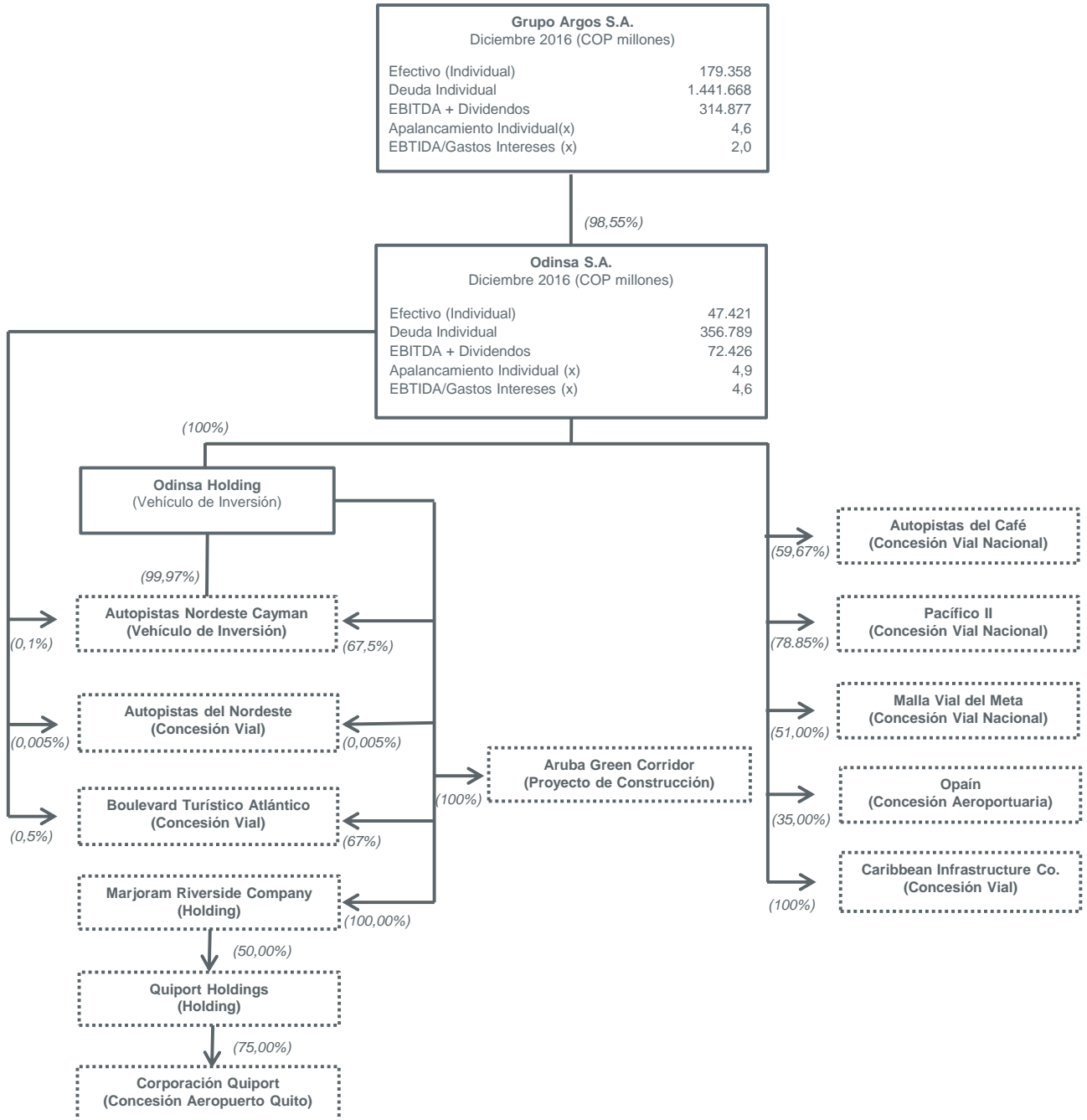
Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

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

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

Estructura Organizacional Simplificada — Odinsa S.A.

(COP millones; cifras a diciembre de 2016)



Fuente: Odinsa.

Resumen de Información Financiera de Pares

| | Fecha | Calificación | Ingreso Neto(COP millones) | EBITDA Ajustado ^a (COP millones) | Flujo de Fondos Libre | Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a (veces) | EBITDAR Operativo ^a / Intereses Financieros Brutos (veces) |
|---------------------|-------|--------------|----------------------------|---|-----------------------|---|---|
| Odinsa S.A. | 2016 | AA-(col) | 28.351 | 72.426 | 77.643 | 4,9 | 4,6 |
| | 2015 | AA-(col) | 69.412 | 102.672 | -44.072 | 3,7 | 2,9 |
| | 2014 | AA(col) | 67.710 | 92.802 | -25.707 | 3,7 | 2,7 |
| Cementos Argos S.A. | 2016 | AA+(col) | 8.517.382 | 1.627.173 | -383.397 | 4,5 | 4,6 |
| | 2015 | AA+(col) | 7.912.003 | 1.550.623 | 68.894 | 3,7 | 6,0 |
| | 2014 | AA+(col) | 5.817.129 | 1.014.036 | -350.194 | 5,0 | 5,9 |
| Grupo Argos S.A. | 2016 | AA+(col) | 744.583 | 314.877 | -313.237 | 4,6 | 2,0 |
| | 2015 | AA+(col) | 928.667 | 542.351 | -255.248 | 3,1 | 4,6 |
| | 2014 | AA+(col) | 597.672 | 337.192 | -22.252 | 3,9 | 4,9 |

^a EBITDA después de dividendos recibidos más repago de deuda subordinada.
Fuente: Fitch

Conciliación de Indicadores Financieros Clave

| Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Odinsa S.A. | |
|---|----------------|
| (COP millones) | 31 dic 2016 |
| Resumen de Ajustes al Estado de Resultados | |
| EBITDA Operativo | -22.405 |
| + Dividendos Recurrentes Pagados a Participaciones Minoritarias | 0 |
| + Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas | 94.831 |
| + Ajuste Adicional por Dividendos Recurrentes a Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas | 0 |
| = EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k) | 72.426 |
| + Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h) | 0 |
| = EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j) | 72.426 |
| Resumen de Deuda y Efectivo | |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l) | 356.789 |
| + Deuda por Arrendamientos Operativos | 0 |
| + Otra Deuda fuera de Balance | 0 |
| = Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a) | 356.789 |
| Efectivo Disponible (Definido por Fitch) | 47.421 |
| + Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch) | 0 |
| = Efectivo Disponible y Equivalentes (o) | 47.421 |
| Deuda Neta Ajustada (b) | 309.368 |
| Resumen del Flujo de Efectivo | |
| Dividendos Preferentes (Pagados) (f) | 0 |
| Intereses Recibidos | 1.218 |
| + Intereses (Pagados) (d) | -15.885 |
| = Costo Financiero Neto (e) | -14.667 |
| Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c) | 51.731 |
| + Variación del Capital de Trabajo | 26.590 |
| = Flujo de Caja Operativo [FCO] (n) | 78.321 |
| Inversiones de Capital (m) | -678 |
| Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos | 0,0 |
| Apalancamiento Bruto (veces) | |
| Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo^a (a/j) | 4,9 |
| Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f)) | 5,4 |
| <i>Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i> | |
| Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo^a (l/k) | 4,9 |
| Apalancamiento Neto (veces) | |
| Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo^a (b/j) | 4,3 |
| Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f)) | 4,7 |
| <i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i> | |
| Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m)) | 4,0 |
| Cobertura (veces) | |
| EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)^a (j/-d+h) | 4,6 |
| EBITDA Operativo/Intereses Pagados^a (k/(-d)) | 4,6 |
| FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f)) | 4,2 |
| <i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i> | |
| FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f)) | 4,2 |
| <i>(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)</i> | |
| ^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias. | |
| Fuente: Fitch con base en reportes de la compañía | |

Ajuste de Conciliación de Fitch

Resumen de Ajustes a la Información Financiera
Odinsa S.A.

| (COP millones) | Valores Reportados al 31 dic 2016 | Resumen de Ajustes por Fitch | Div. Recurrentes de Compañías de Asociadas Menos Dist. a Part. Minoritarias | Otros Ajustes | Valores Ajustados por Fitch |
|--|-----------------------------------|------------------------------|---|---------------|-----------------------------|
| Resumen de Ajustes al Estado de Resultados | | | | | |
| Ingresos Netos | 768.414 | -740.063 | | -740.063 | 28.351 |
| EBITDAR Operativo | 717.658 | -740.063 | | -740.063 | -22.405 |
| EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias | 717.658 | -645.232 | 94.831 | -740.063 | 72.426 |
| Arrendamiento Operativo | 0 | 0 | | | 0 |
| EBITDA Operativo | 717.658 | -740.063 | | -740.063 | -22.405 |
| EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias | 717.658 | -645.232 | 94.831 | -740.063 | 72.426 |
| EBIT Operativo | 714.465 | -740.063 | | -740.063 | -25.598 |
| Resumen de Deuda y Efectivo | | | | | |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 357.121 | -332 | | -332 | 356.789 |
| Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 357.121 | -332 | | -332 | 356.789 |
| Deuda por Arrendamientos Operativos | 0 | 0 | | | 0 |
| Otra Deuda fuera de Balance | 0 | 0 | | | 0 |
| Efectivo Disponible y Equivalentes | 47.421 | 0 | | | 47.421 |
| Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles | 0 | 0 | | | 0 |
| Resumen del Flujo de Efectivo | | | | | |
| Dividendos Preferentes (Pagados) | 0 | 0 | | | 0 |
| Intereses Recibidos | 1.218 | 0 | | | 1.218 |
| Intereses Financieros Brutos (Pagados) | -15.885 | 0 | | | -15.885 |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | -27.216 | 78.947 | 94.831 | -15.884 | 51.731 |
| Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch) | 26.590 | 0 | | | 26.590 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | -626 | 78.947 | 94.831 | -15.884 | 78.321 |
| Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente | 0 | 0 | | | 0 |
| Inversiones de Capital (Capex) | -678 | 0 | | | -678 |
| Dividendos Comunes (Pagados) | 0 | 0 | | | 0 |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | -1.304 | 78.947 | 94.831 | -15.884 | 77.643 |
| Apalancamiento Bruto (veces) | | | | | |
| Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a | 0,5 | | | | 4,9 |
| Deuda Ajustada respecto al FGO | -28,5 | | | | 5,4 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a | 0,5 | | | | 4,9 |
| Apalancamiento Neto (veces) | | | | | |
| Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a | 0,4 | | | | 4,3 |
| Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces) | -24,7 | | | | 4,7 |
| Deuda Neta Ajustada/(FCO - Capex) (veces) | -237,5 | | | | 4,0 |
| Cobertura (veces) | | | | | |
| EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Arrendamientos) ^a | 45,2 | | | | 4,6 |
| EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a | 45,2 | | | | 4,6 |
| FGO/Cargos Fijos | -0,8 | | | | 4,2 |
| FGO/Intereses Financieros Brutos | -0,8 | | | | 4,2 |

^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias. Div.: dividendos. Dist.: distribuciones. Part.: participaciones.
Fuente: Fitch con base en reportes de la compañía

Lista Completa de Calificaciones

| | Calificación | Perspectiva | Última Acción de Calificación |
|--------------------------------------|--------------|-------------|---|
| Bonos Ordinarios COP100.000 millones | AA-(col) | Estable | Afirmación de calificación y revisión de Perspectiva el 21 de julio de 2017 |
| Bonos Ordinarios COP400.000 millones | AA-(col) | Estable | Asignación el 21 de julio de 2017 |

Metodologías e Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas no Financieras \(Mayo 25, 2017\);](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Marzo 27, 2017\);](#)

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

Analistas

José Luis Rivas

+ 57 1 484 6770 Ext. 1016

joseluis.rivas@fitchratings.com

Jorge Luis Yanes

+ 57 1 484 6770 Ext. 1170

jorge.yanes@fitchratings.com

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

Derechos de Autor © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), 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 e informes 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 o un informe 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 y sus informes, 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 y las proyecciones de información financiera y de otro tipo 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 y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. 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 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.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".