

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, S.A., E.S.P.

Informe de Calificación

Calificación

Nacional

Nacional Largo Plazo AA+(col)

Perspectiva

Nacional Largo Plazo Negativa

Información Financiera

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, S.A., E.S.P.

| (COP millones) | 31 dic 2015 | 31 dic 2014 |
|--|----------------|----------------|
| Ventas | 1,460,006 | 1,416,447 |
| EBITDA | 172,767 | 426,211 |
| Margen EBITDA (%) | 11.8 | 30.1 |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 359.940 | 689.011 |
| Flujo de Caja Libre | (514.316) | (168.815) |
| Efectivo e Inversiones Corrientes | 613.115 | 1.088.693 |
| Deuda Total Ajustada | 1.389.921 | 1.239.242 |
| Deuda Total Ajustada/ EBITDAR (%) | 4,7 | 2,3 |
| Deuda Total Ajustada/ FGO (%) | 12,7 | 1,8 |
| EBITDA/Intereses (%) | 4,7 | 11,5 |

Fuente: ETB.

Factores Clave de la Calificación

Incremento en el Apalancamiento: Fitch Ratings anticipa un aumento en el apalancamiento de Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, S.A., E.S.P. (ETB), debido a la persistencia de flujo de caja libre (FCL) negativo, incluso con niveles menores de inversión. La agencia no prevé una mejora material en su EBITDA, a causa de la competencia en el sector intensa, y espera se ubique en COP342mil millones en 2017. De esta manera, estima un incremento en el apalancamiento neto de hasta 3,5 veces (x) hacia finales de 2017, superior al registro de diciembre de 2014 y diciembre de 2015 de solo 0,3x y 2,6x, respectivamente.

FCL Negativo: ETB reducirá sus inversiones en 2016–2019 hasta USD700 millones, desde el presupuesto inicial de USD1.200 millones, y así, optimizará su flujo de caja. Para aumentar sus ingresos, busca incrementar la proporción de usuarios conectados a su red de fibra al hogar (FTTH), la cual se ubicó en apenas 9% al cierre de 2015. Continuará expandiendo su red de fibra hasta el gabinete (FTTC), como complemento a su estrategia de fortalecimiento de ingresos.

Deuda Ajustada Aumentará: La estrategia de crecimiento de los servicios de 4G podrá resultar en un incremento en el gasto por arrendamiento, estimado en 8% de las ventas en el corto y mediano plazo, el cual Fitch reconoce como deuda fuera de balance. Al incluir este ajuste, la agencia espera que la deuda total ajustada aumente a COP1,8 billones en 2017 desde COP1,4 billones en 2015.

Ingresos Medios por Usuario y Margen Presionados: Fitch no anticipa un cambio en la tendencia decreciente en el indicador de ingresos medios por usuario (ARPU, por sus siglas en inglés) ni en la rentabilidad de ETB en el mediano plazo, dada la competencia intensa enfocada en precios. La empresa enfrenta un escenario competitivo fuerte en línea fija y, en paralelo, busca penetración mayor en un mercado móvil maduro dominado por operadores nacionales bien establecidos. Si implementara estrategias de mercadeo agresivas para aumentar su participación de mercado, aunado al ARPU decreciente, su rentabilidad y generación de flujos operativos continuarían a la baja en el mediano plazo.

Crecimiento de Ingresos Débil: Los ingresos de ETB crecieron apenas 1,8% en 2015, debido a la contracción de ingresos de línea fija local (-7%) y larga distancia (-14%). Estos segmentos representaron 41% de los ingresos totales durante 2015. Fitch prevé que la erosión de ingresos de estos negocios continuará y será parcialmente mitigada con un modesto crecimiento de los ingresos de internet, televisión de paga y servicios móviles.

Sensibilidad de la Calificación

Desarrollos futuros que pudieran llevar a una acción de calificación negativa incluyen la no generación de FCL positivo en el corto a mediano plazo, la caída continua del EBITDA o el registro de un apalancamiento neto ajustado superior a 3,5x, de manera sostenida.

Una acción positiva de calificación es poco probable en este momento, debido al debilitamiento en el perfil financiero de la empresa, comparado con su perfil histórico sólido y la expectativa de un entorno operativo desfavorable.

Informe Relacionado

[Fitch Downgrades ETB to 'BB+'; Outlook Negative \(Marzo 3, 2016\).](#)

Analistas

Alvin Lim
+1 312 368-3114
alvin.lim@fitchratings.com

Julio Ugueto
+57 1 326-9999, ext. 1038
julio.ugueto@fitchratings.com

Eventos Recientes

El primero de enero de 2016, Enrique Peñalosa se posicionó como el nuevo alcalde de Bogotá. Con dicha administración, la junta directiva de ETB, el presidente y el vicepresidente financiero cambiaron. El nuevo presidente es Jorge Hernán Castellanos Rueda.

Perfil Financiero

Liquidez y Estructura de la Deuda

El perfil financiero de ETB se ha debilitado tras 4 años de contracción en la generación de EBITDAR (2012–2015), lo cual ha afectado la liquidez de la empresa. Los flujos operativos se han reducido en cerca de 70% durante este periodo, dadas las presiones de competencia altas y los precios agresivos, lo cual ha generado una disminución en su ARPU. La tendencia de telefonía móvil también ha debilitado el servicio de telefonía fija de la empresa el, negocio principal en términos de generación de flujo de caja. Estos factores están agravados en la diversificación geográfica y de servicios limitada que presenta ETB.

El efectivo y las inversiones de corto plazo de ETB cayeron a COP613 mil millones en 2015, como resultado de la contracción del EBITDA, ejecuciones de inversiones de capital sustanciales y una distribución de dividendos a los accionistas de COP116,7 mil millones, sobrepasando ampliamente las expectativas de Fitch de COP61,7 mil millones. Esto derivó en un FCL negativo de aproximadamente COP514 mil millones para 2015.

En la junta de accionistas de 24 de julio de 2015, la compañía anunció dividendos extraordinarios de COP404 mil millones, con un agregado de COP349,9 mil millones para el accionista controlador de 2017–2021. El saldo se pagó a los accionistas minoritarios en noviembre de 2015, lo cual impulsó distribuciones totales a los accionistas por COP116,7 mil millones en 2015.

ETB tiene una emisión de bonos por COP530 mil millones con vencimiento en 2023 y sus niveles de efectivo representan 1,0x del total de la deuda, lo que indica que no hay ningún problema de liquidez inmediata. Sin embargo, es probable que la empresa vea debilitadas sus reservas de efectivo mientras la dinámica del mercado continua presionando sus flujos operativos, lo cual llevaría a un aumento de sus métricas de apalancamiento. La emisión de los bonos internacionales de la compañía con vencimiento en 2023 está atada al peso colombiano, por lo que no se expone a riesgo de tipo de cambio.

Metodología Relacionada

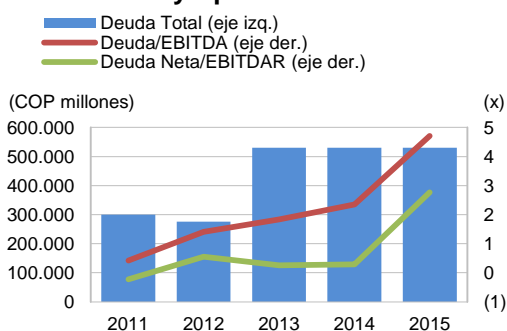
Metodología de Calificación de Empresas No Financieras (Diciembre 19, 2014).

Liquidez y Vencimiento de la Deuda

| Al 31 de diciembre de 2015 | (COP miles) |
|------------------------------|-------------|
| Corriente | 0 |
| Dos Años | 0 |
| Tres Años | 0 |
| Cuatro Años | 0 |
| Cinco Años | 0 |
| Más de 5 años | 530.180.000 |
| Flujo generado por operación | 456.179.825 |
| Efectivo | 613.114.631 |

Fuente: ETB.

Deuda Total y Apalancamiento



Fuente: ETB.

Historial de Calificación

| Fecha | Calificación Internacional Largo Plazo | Perspectiva |
|-------------|--|-------------|
| 2 mar 2016 | BB+ | Negativa |
| 6 mar 2015 | BBB- | Estable |
| 12 mar 2014 | BBB- | Estable |
| 15 mar 2013 | BBB- | Estable |
| 21 mar 2012 | BBB- | Estable |
| 24 mar 2011 | BBB- | Estable |
| 25 mar 2010 | BBB- | Estable |
| 26 mar 2009 | BBB- | Estable |
| 11 ene 2008 | BBB- | Estable |

Fuente: Fitch.

Análisis de Emisores Comparables

Análisis de Grupo de Pares

| (USD millones) | ETB | América Móvil, S.A.B. de C.V. | Telecomunicaciones, Colombia S.A. E.S.P. | Comunicación Celular, S.A. |
|--|-------------|-------------------------------|--|----------------------------|
| UDM a partir de | 30 sep 2015 | 30 sep 2015 | 30 sep 2015 | 30 sep 2015 |
| Moneda Extranjera | BB+ | A | BB | n.a. |
| Perspectiva | Negativa | Estable | Estable | n.a. |
| Estadísticas Financieras | | | | |
| Ventas Netas | 460 | 1.011 | 3.030 | 52.504 |
| Variación de Ventas (%) | 6,9 | 3,8 | 4,7 | 8,5 |
| EBITDA | 109 | 349 | 872 | 16.035 |
| Margen de EBITDA (%) | 23,8 | 34,6 | 28,8 | 30,5 |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | (163) | (14) | 204 | (578) |
| Deuda Total Ajustada | 397 | 477 | 671 | 41.312 |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo | 226 | 139 | 240 | 7.345 |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 70 | 232 | 801 | 10.755 |
| Inversiones de Capital | (196) | (297) | (592) | (9.312) |

Indicadores Crediticios (x)

| | | | | |
|-------------------------------------|-----|-----------|---------|---------|
| EBITDA/Intereses Financieros Brutos | 5,0 | 10.755,3 | 351,1 | 284,4 |
| (FFL+Caja)/Servicio de Deuda | 2,0 | (9.311,6) | (306,1) | (609,6) |
| Deuda Total Ajustada/EBITDAR | 2,8 | 9,3 | 8,5 | 24,1 |
| FGO/Intereses Financieros Brutos | 1,0 | 0,9 | 1,0 | 0,1 |

Fuente: Fitch.

Perfil de la Compañía

ETB es una empresa de propiedad mixta, constituida de conformidad con la Ley 142 de 1994. Es controlada por el distrito de Bogotá y aproximadamente 11,6% de sus acciones se transan en la bolsa de valores local. Funge como proveedor líder de telecomunicaciones fijas en el distrito de Bogotá, con una participación de mercado de 55% (52% en cobre y 3% en fibra). Durante el último año, los ingresos y la generación EBITDAR de la compañía se debilitaron, dada la fuerte competencia del sector, lo cual afectó su evolución de ARPU.

La entidad tiene una posición competitiva fuerte en Bogotá como operador principal de servicios de telefonía fija. A pesar de su posición de liderazgo en Bogotá, la cuota de mercado en los servicios locales y de larga distancia está bajo presión, debido al aumento de la competencia, particularmente de los operadores de Telemex y Claro.

ETB aumentó la fibra hasta el hogar (FTTH) de 900.000 en 2014 a 1.207.000 a diciembre de 2015, lo que explica parte del aumento de inversiones capital de la compañía. Aun así, fue capaz de conectar solo 111.000 usuarios, cifra inferior al objetivo de la compañía de 152.710, resultando en una penetración de la red de solamente 9% a finales de 2015.

La compañía comunicó su cambio en la estrategia, misma que se dirige a una reducción en el gasto de inversiones de capital para 2016-2020. Es este período, la entidad interrumpirá fuertemente el despliegue de la fibra y se concentrará en aumentar la penetración de la red. La compañía tiene previsto aumentar los usuarios conectados a su red de fibra a 200.689 para 2016 (aumento de 81% año a año) y alcanzar una tasa de crecimiento promedio de 36% en los años siguientes. Esto tiene el fin de llegar a 485.668 usuarios conectados en 2020, con una penetración estimada de 40%.

Con el objetivo de complementar esta estrategia, ETB comenzó a ofrecer FTTC a través de un proyecto piloto en 2015, para retener y aumentar su base de consumidores de ingresos bajos. La compañía espera lanzar FTTC de forma masiva en 2017. Con esta red, la empresa espera disminuir la tasa de abandono de clientes (*churn*) en dichos sectores. ETB espera crecer su presencia en el mercado corporativo, aprovechando su proyecto de infraestructura y centro de datos.

Durante 2015 y 2014, la compañía invirtió COP853,8 mil millones (USD310 millones) y COP444.9 mil millones (US 189 millones) en proyectos de FTTH y proyectos 4G/LTE respectivamente, en congruencia con su estrategia. Sin embargo, la compañía decidió disminuir su programa de inversiones y optimizar su infraestructura actual para contrarrestar el impacto de la tasa de penetración lenta de su red de servicios nuevos y de la contracción de su cuota de mercado de servicios tradicionales, los cuales presionaron el FCL.

En 2015, ETB había planeado ejecutar un programa de inversiones de capital de aproximadamente USD1,2 millones para el período 2016–2019, equivalente a COP2,5 billones con una tasa de cambio promedio de 2.117 pesos colombianos sobre dólares estadounidenses. Sin embargo, tras el cambio de estrategia, la compañía ha reducido su plan de aproximadamente USD700 millones para este período (COP 2,2 billones con un tipo de cambio promedio de 3.200 pesos colombianos sobre dólares estadounidenses). Esto ha sido con el fin de aliviar la presión sobre la generación de flujo de efectivo y de poder seguir repartiendo dividendos promedio por COP78 mil millones por año para el periodo 2016-2019.

La habilidad de la compañía para detener la tendencia decreciente actual de su generación EBITDAR depende en gran medida de la rapidez y del costo al que penetre la red de FTTH existente, la cual se complementa con el lanzamiento de servicio FTTC y el crecimiento del negocio móvil. Estos factores serán críticos para el ARPU de la compañía y ayudarían a contrarrestar la tendencia negativa de generación EBITDAR.

Principales Supuestos de Proyección:

- Crecimiento promedio de los ingresos en 4,3% para 2016-2020;
- Baja penetración de la red junto con la competencia en precios resulta en márgenes EBITDA inferiores lo histórico;
- Gastos de arrendamientos operativos estimados en 8% del ingreso;
- Inversiones de capital en proporción a las ventas cae a 30% al final de 2017;
- Pago de dividendos de COP58 mil millones y COP83 mil millones en 2016 y 2017, respectivamente;
- No se incluye la recuperación de las cuentas por pagar de Claro.

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, S.A. E.S.P.

| (COP miles) | Histórico | | | Proyecciones de Fitch | | |
|--|---------------|---------------|---------------|-----------------------|---------------|---------------|
| | 31 dic 2013 | 31 dic 2014 | 31 dic 2015 | 31 dic 2016 | 31 dic 2017 | 31 dic 2018 |
| Resumen de Estado de Resultados | | | | | | |
| Ventas | 1.361.859.495 | 1.416.447.191 | 1.460.006.387 | 1.506.000.000 | 1.561.000.000 | 1.626.000.000 |
| Variación en Ventas (%) | 1,3 | 4,0 | 3,1 | 3,2 | 3,7 | 4,2 |
| EBITDA | 561.501.818 | 426.210.979 | 172.767.034 | 323.790.000 | 341.859.000 | 365.850.000 |
| Margen de EBITDA (%) | 41,2 | 30,1 | 11,8 | 21,5 | 21,9 | 22,5 |
| EBITDAR | 658.297.686 | 527.497.282 | 295.587.157 | 444.270.000 | 466.739.000 | 495.930.000 |
| Margen de EBITDAR (%) | 48,3 | 37,2 | 20,2 | 29,5 | 29,9 | 30,5 |
| EBIT | 144.292.221 | 29.428.772 | (252.687.282) | (113.003.791) | (99.037.706) | (68.449.906) |
| Margen de EBIT (%) | 10,6 | 2,1 | (17,3) | (7,5) | (6,3) | (4,2) |
| Intereses Brutos | (47.914.078) | (37.112.600) | (37.112.599) | (39.562.600) | (50.237.600) | (64.062.600) |
| Ganancia antes de Impuestos | 119.369.269 | (67.081.708) | (277.269.676) | (93.875.553) | (105.513.377) | (80.555.359) |
| Resumen de Balance | | | | | | |
| Efectivo Disponible | 1.036.772.828 | 1.088.692.907 | 613.114.631 | 243.007.437 | 221.193.126 | 201.962.168 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable a Patrimonio | 530.683.480 | 530.238.040 | 530.180.000 | 600.180.000 | 835.180.000 | 995.180.000 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable a Patrimonio | 1.208.254.561 | 1.239.242.161 | 1.389.920.861 | 1.564.020.000 | 1.834.220.000 | 2.035.820.000 |
| Deuda Neta | (506.089.348) | (558.454.867) | (82.934.631) | 357.172.563 | 613.986.874 | 793.217.832 |
| Resumen de Flujo de Caja | | | | | | |
| EBITDA | 561.501.818 | 426.210.979 | 172.767.034 | 323.790.000 | 341.859.000 | 365.850.000 |
| Intereses Financieros Brutos | (47.914.078) | (37.112.600) | (37.112.599) | (39.562.600) | (50.237.600) | (64.062.600) |
| Costo Financiero Implícito (%) | 9,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 |
| Impuesto de Caja | | | | 65.000.000 | (17.850.000) | (18.720.000) |
| Dividendos Asociados Menos Distribuciones a Intereses No Controlados | | | | 0 | 0 | 0 |
| Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | (846.303.622) | 299.912.157 | 224.348.455 | 41.354.827 | 38.875.771 | 38.943.267 |
| FGO | (332.715.882) | 689.010.536 | 360.002.890 | 390.582.227 | 312.647.171 | 322.010.667 |
| Margen de FGO (%) | (24,4) | 48,6 | 24,7 | 25,9 | 20,0 | 19,8 |
| Variación en Capital de Trabajo | 454.152.708 | (138.947.354) | 96.239.892 | (185.349.420) | (18.161.481) | (28.001.626) |
| Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) | 121.436.826 | 550.063.182 | 456.242.782 | 205.232.806 | 294.485.688 | 294.009.042 |
| Flujo de Caja No Recurrente/No Recurrente Total | | | | | | |
| Inversión de Capital | (465.022.505) | (658.746.424) | (853.819.752) | | | |
| Intensidad de Capital (Inversión de Capital/Ventas) (%) | 34,1 | 46,5 | 58,5 | | | |
| Dividendos Comunes | (10.737.875) | (60.132.130) | (116.676.348) | | | |
| Adquisiciones/Desinversiones Netas | | (44.520.682) | 4.657.058 | | | |
| Inversión de Capital, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre (FFL) | (475.760.380) | (718.878.554) | (970.496.100) | (645.340.000) | (551.300.000) | (473.240.000) |
| FFL después de Adquisiciones y Desinversiones | (354.323.554) | (168.815.372) | (514.253.318) | (440.107.194) | (256.814.311) | (179.230.958) |
| Margen de FFL (%) | (26,0) | (11,9) | (35,2) | (29,2) | (16,5) | (11,0) |
| Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos | 540.166.208 | 432.793.610 | 4.657.058 | 0 | 0 | 0 |
| Variación Neta de Deuda | 254.533.849 | (445.440) | (58.040) | 70.000.000 | 235.000.000 | 172.000.000 |
| Variación Neta de Capital | | | | 0 | 0 | 0 |
| Variación Total en Caja | 440.376.503 | 263.532.798 | (509.654.299) | (370.107.194) | (21.814.311) | (7.230.958) |
| Indicadores de Cobertura (x) | | | | | | |
| FGO/Intereses Financieros Brutos | (7,0) | 5,0 | 1,0 | 9,8 | 6,4 | 5,4 |
| FGO/Cargos Fijos | (1,6) | 5,0 | 1,0 | 3,2 | 2,6 | 2,5 |
| EBITDAR/Intereses Financieros Brutos + Alquileres | 4,5 | 2,7 | 2,2 | 2,8 | 2,7 | 2,6 |
| EBITDA/Intereses Financieros Brutos | 11,7 | 2,7 | 2,2 | 8,2 | 6,8 | 5,7 |
| Indicadores de Apalancamiento (x) | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada/EBITDAR | 1,8 | 2,3 | 4,7 | 3,5 | 3,9 | 4,1 |
| Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR | 0,3 | 0,3 | 2,6 | 3,0 | 3,5 | 3,7 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable a Patrimonio/EBITDA | 0,9 | 1,2 | 3,1 | 1,9 | 2,4 | 2,7 |
| Apalancamiento Ajustado respecto al FGO | (5,1) | 1,4 | 12,7 | 3,1 | 4,1 | 4,3 |
| Apalancamiento Neto Ajustado respecto al FGO | (0,7) | (1,0) | (1,5) | 2,6 | 3,6 | 3,8 |

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 calificador relacionada 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 caja 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.

Fuente: Informes de la empresa y Fitch.

Relación con los medios: Mónica Saavedra, Bogotá, Tel. + 57 1 484 6770 Ext. 1931
E-mail: monica.saavedra@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Marzo 2, 2016

Acta Número: 4300

Objeto del Comité: Revisión periódica

Definición de la Calificación: La calificación 'AA+(col)' Se refiere a una muy alta calidad respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

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 (Diciembre 19, 2014).

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)*: Daniel Kastholm, Natalia O'Byrne, Carlos Ramirez, Sergio Rodriguez y Jorge Yanes.

*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico pueden consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co.

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: [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 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 LÍDER 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 © 2016 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, 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 substituto 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 disseminación 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.