

# 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.(ETB)

(COP millones)	UDM	
	30 sep 2016	31 dic 2015
Ventas	1.490.026	1.460.006
EBITDA	324.324	313.575
Margen EBITDA (%)	21,8	21,5
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	522.355	572.615
Flujo de Fondos Libre (488.363)	(514.243)	
Efectivo e Inv. Corrientes	240.660	613.115
Deuda Total Aj.	1.181.833	1.389.921
Deuda Total Aj./EBITDAR (x)	2,6	3,2
Deuda Total Aj./FGO (x)	1,7	1,9
EBITDA/Intereses Pagos (x)	4,2	3,7
UDM: últimos 12 meses. x: veces.		
Fuente: ETB.		

### Informe Relacionado

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, S.A., E.S.P. (Abril 4, 2016).

### Analistas

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

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

### Factores Clave de la Calificación

**Debilidad Operacional:** El perfil operacional de Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, S.A., E.S.P. (ETB) se mantiene débil después de la contracción del EBITDAR presentada entre 2012 y 2015. A pesar que la compañía detuvo la caída del EBITDA por medio de una diversificación de los ingresos e iniciativas de reducción de costos durante 2016, estos esfuerzos no fueron suficientes para recuperar el flujo de caja. Fitch Ratings estima un desempeño moderado en la generación del flujo de caja entre 2017 y 2018, debido a un escenario competitivo y al bajo desempeño de sus servicios tradicionales.

**Metas de Crecimiento de Suscriptores Cuestionables:** La estrategia de ETB plantea incrementar los clientes de fibra hasta el armario (FTTC, por sus siglas en inglés) por medio de una penetración agresiva de su red FTTC para compensar la penetración baja de su red de fibra al hogar (FTTH, por sus siglas en inglés) entre 2013 y 2016. Fitch se mantiene cauto en cuanto a la habilidad de ETB de lograr un crecimiento promedio de 10% de acuerdo a las proyecciones de ETB, debido al entorno competitivo en el corto plazo.

**Entorno Operacional Retador:** Las presiones competitivas fuertes podrían dificultar incrementos en el ingreso promedio por usuario (ARPU por sus siglas en inglés) para sus ofertas principales de servicios, mientras que se conserva la sustitución de las líneas fijas por móviles, debilitando la operación de línea fija. Una recuperación más lenta de lo esperado en la calidad del servicio podría limitar la habilidad para reducir la tasa de atrición (*churn rate*) y dificultar un crecimiento mayor en los servicios no tradicionales. Como resultado, Fitch considera limitada la habilidad de ETB para revertir la disminución en el flujo de caja.

**Flujo de Fondos Libre Negativo:** La agencia proyecta un flujo de fondos libre (FFL) negativo durante 2017 y 2018, a pesar de la reducción del presupuesto para inversiones de capital (capex) a un promedio de 26% respecto a sus ingresos. Fitch proyecta un flujo de caja operativo (FCO) promedio de COP294.000 millones durante este período, lo cual será insuficiente para cubrir el capex reducido. Como resultado, la calificadoradora estima el FFL de ETB cercano a COP170.000 millones por año durante este período.

**Apalancamiento Creciente:** Fitch espera que las métricas de apalancamiento de ETB se deterioren en el corto y mediano plazo, debido al FFL negativo persistente. Esto requerirá que la compañía incurra en deuda adicional por COP400.000 millones para capex y deuda para capital de trabajo en 2017 y 2018. El incremento proyectado en el nivel de endeudamiento, junto con un aumento moderado del EBITDA, incrementará el apalancamiento neto (medido como la deuda neta total ajustada sobre el EBITDAR) de 2,6 veces (x) en 2017 a 2,9x en 2018.

### Sensibilidad de la Calificación

Desarrollos futuros que llevarían a una acción de calificación negativa incluyen la penetración baja de sus redes que resulte en un deterioro adicional del FFL. Además, la calificación se verá afectada si la compañía no logra un crecimiento del EBITDA significativo, que lleve a un crecimiento sostenido del apalancamiento neto ajustado superior a 3,5x.

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.

### Eventos Recientes

Durante 2016, el Distrito de Bogotá contrato la consultora Arthur D. Little para realizar las proyecciones de sus ingresos entre 2017 y 2020. Estos resultados apoyan el caso base de la administración según el cual tienen un crecimiento promedio de 10% en los ingresos durante este período. Estas proyecciones difieren sustancialmente de Fitch, que proyecta un crecimiento promedio de 1,6% entre 2017 y 2020.

En diciembre de 2016, la Secretaría de Hacienda de Bogotá adjudicó a JPMorgan como la banca de inversión encargada de valorar la compañía con miras a vender su participación en ETB.

### Perfil Financiero

#### Liquidez y Estructura de la Deuda

El perfil financiero de ETB sigue su debilitamiento pese a los esfuerzos para implementar medidas de austeridad y reducir significativamente el capex para preservar el efectivo. ETB no ha logrado revertir el deterioro en su perfil de liquidez, que empezó desde 2014 con la generación negativa del FFL. El efectivo y las inversiones de corto plazo de ETB cayeron a COP240.700 millones el 30 de septiembre de 2016, comparado con COP613.000 millones en 2015. Este deterioro se dio por la contracción del EBITDA, la ejecución de capex y la significativa variación negativa de capital de trabajo por el vencimiento de múltiples cuentas por pagar. Esto resultó en un FFL negativo, aproximado de COP488.000 millones al 30 de septiembre de 2016 (últimos 12 meses, UDM).

ETB tiene una emisión de bonos por COP530.000 millones con vencimiento en 2023. Además, la compañía incurrió en un préstamo bancario de corto plazo por COP40.000 millones en el segundo semestre de 2016 para mejorar la liquidez. El 30 de septiembre de 2016, el saldo era de COP30.000 millones. La deuda financiera de ETB tiene un perfil de vencimiento adecuado que contribuye a tener un riesgo de refinanciamiento bajo. El nivel actual de efectivo representa 8x las obligaciones de corto plazo, lo que no muestra un problema de liquidez inmediato.

Fitch espera que las métricas de apalancamiento de ETB se deterioren en la medida que requiera más deuda. La deuda ajustada será afectada por los esfuerzos para incrementar su huella en el segmento 4G/LTE en el negocio de telefonía móvil, que incluye gastos de arrendamiento cercanos a 8% de los ingresos proyectados, que Fitch incorpora como deuda ajustada fuera del balance.

Como resultado, la agencia estima que la deuda total ajustada alcanzará los COP1,3 billones en 2017 y COP1,5 billones en 2018. La deuda incrementada, junto a un desempeño moderado del EBITDA de aproximadamente COP350.000 millones por año, podría llevar el apalancamiento neto a 2,6x en 2017 y 2,9x en 2018, desde 2,2x registrado al 30 de septiembre de 2016 (UDM).

### Metodología Relacionada

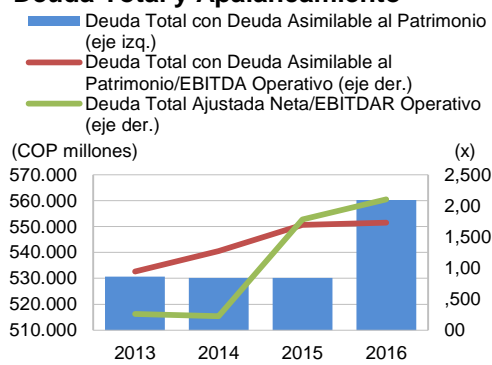
Metodología de Calificación de Empresas No Financieras (Marzo 1, 2017)

#### Liquidez y Vencimiento de la Deuda

Al 30 de sept de 2016	(COP miles)
Corriente	30.000.000
Dos años	0
Tres años	0
Cuatro años	0
Cinco años	0
Más de cinco años	530.180.000
Flujo de Caja Operativo	167.690.529
Efectivo	240.659.954

Fuente: Fitch.

#### Deuda Total y Apalancamiento



Análisis de Sectores Comparables

Análisis de Emisores Comparables

(USD millones)	Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, S.A., E.S.P.	Colombia Telecomunicaciones S.A. E.S.P.	UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	Milicom International Cellular S.A.	América Móvil S.A.B. de C.V.
UDM a partir de	30 sep 2016	30 sep 2016	30 sep 2016	30 sep 2016	30 sep 2016
Calificación en Moneda Extranjera	BB+	BB-	BBB	BB+	A
Perspectiva	Negativa	Negativa	Estable	Estable	Negativa
<b>Estadísticas Financieras</b>					
Ventas	486	1,541	1,738	4,931	52,255
Crecimiento	3.8	1.3	-	(28.7)	4.9
EBITDA	106	496	462	1,51	14,609
Margen EBITDA (%)	21.8	32.2	26.6	30.6	28
Flujo de fondos Libre	(159)	(120)	59	(276)	(322)
Deuda Total Ajustada	410	3,525	1,374	4,819	36,183
Efectivo y Equivalentes	84	97	221	816	1,729
Flujo Generado en Operaciones (FGO)	171	257	432	966	11,126
Inversiones	(195)	(304)	(318)	(1,044)	(8,732)
<b>Indicadores Crediticios (x)</b>					
EBITDA/Intereses	4,2	1,8	6,7	5	4,4
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	2,2	6,2	2,4	2,7	2,3
FGO/Intereses	7,7	1,9	7,2	4,2	4,3

Nota: La calificación de emisor es anualizada.  
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 y en 18 municipios del departamento de Cundinamarca, con una cuota de mercado estimada en 48,7% en telefonía conmutada fija en 2016.

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 Teléfonos de México, S.A.B. de C.V. (Telmex y Claro), que ofrecen paquetes integrados que incluyen servicios locales y de banda ancha.

ETB aumentó la FTTH a 1.266.000 hogares a diciembre de 2016, lo que representa un incremento de 4,9%: (2015: 1.207.000, 2014: 900.000). ETB fue capaz de conectar 201.000 usuarios, resultando en una penetración de la red de solamente 15,9% a finales de 2016, comparado con 111.000 usuarios conectados el año anterior (penetración de red de 9%). La estrategia de la compañía en FTTH se dirige a incrementar los hogares conectables únicamente si serán rentables una vez se conecten, es decir, si los ingresos logran superar los costos de adquisición de suscriptor más un margen.

La estrategia también incluye un despliegue masivo de su red FTTC; la meta de la compañía es incrementar su base de suscriptores de televisión (TV) 72% utilizando su red FTTC en 2017-2019, mientras que esperan que los suscriptores de TV e internet conectados a la red FTTH crezcan en promedio 26% y 22%, respectivamente, durante este mismo período. La compañía espera que los ingresos B2B (*business to business*) crezcan en promedio 7% por año durante el período proyectado, después de una contracción de 12% en 2016. Esta meta podría ser muy difícil de alcanzar.

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 con que penetre la red de FTTH existente, la cual se complementa con el despliegue masivo de su red FTTC, y el crecimiento realista de sus ingresos que pueda alcanzar en telefonía móvil y el segmento B2B. Fitch se

Historial de Calificación

Fecha	Calificación Internacional	Largo Plazo	Perspectiva
1 mar 2017	BB+		Negativa
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

Fuente: Fitch.

mantiene cauto en cuanto a la habilidad de ETB de alcanzar sus metas en crecimiento de suscriptores e ingresos durante 2017-2020.

El perfil operacional de ETB se mantiene débil. La agencia estima un desempeño moderado en la generación del flujo de caja entre 2017 y 2018 debido a un crecimiento lento de suscriptores esperado en un escenario competitivo. Este entorno podría afectar incrementos significativos en el ARPU de las ofertas de sus servicios principales, mientras que se mantiene la sustitución de las líneas fijas por móviles debilitando la operación de línea fija, la cual continúa siendo una de las generadoras principales de flujo de caja para la compañía.

ETB planea ejecutar un programa de capex 50% menor a 2015 (COP854.000 millones), los cuales no alcanzarán a cubrirse con el FCO generado, y estará destinado a los negocios fijos y móviles. Sin embargo, Fitch espera que la diversificación geográfica limitada de ETB, así como la de sus ingresos, reduzcan la posibilidad de alcanzar economías de escala y afecten la habilidad para revertir la disminución del flujo de caja.

**Principales Supuestos de Proyección**

Estos incluyen:

- crecimiento promedio de los ingresos de 1,8% para 2016-2020;
- crecimiento moderado de suscriptores en los servicios no tradicionales y medidas de reducción de costos que permitan incrementos moderados en el margen de EBITDA;
- FCO promedio de COP295.000 millones por año;
- distribución promedio de dividendos de COP66.000 millones por año;
- ETB contrata nuevos préstamos por COP400.000 millones en 2017-2018 para financiar el capex;
- deuda adicional es requerida para ajustar los niveles de caja a un mínimo de COP150.000 millones;
- apalancamiento neto ajustado promedia 2,7x en 2017-2018.

**Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, S.A., E.S.P. (ETB)**

(COP miles)	Histórico			Proyecciones de Fitch	
	31 dic 2014	31 dic 2015	31 dic 2016	31 dic 2017	31 dic 2018
<b>Resumen de Estado de Resultados</b>					
Ingresos Netos	1.416.447.191	1.460.006.387	1.458.691.000	1.483.836.000	1.512.134.000
Crecimiento de Ingresos (%)	4,0	3,1	-0,1	1,7	1,9
EBITDA Operativo	417.667.812	313.575.252	326.746.784	342.766.116	358.375.758
Margen de EBITDA Operativo (%)	29,5	21,5	22,4	23,1	23,7
EBITDAR Operativo	518.954.115	436.395.375	443.442.064	461.472.996	479.346.478
Margen de EBITDAR Operativo (%)	36,6	29,9	30,4	31,1	31,7
EBIT Operativo	29.428.772	(252.439.201)	(215.211.216)	(248.862.884)	(322.570.242)
Margen de EBIT Operativo (%)	2,1	(17,3)	(14,8)	(16,8)	(21,3)
Intereses Financieros Brutos	(162.281.381)	(83.671.991)	(38.112.600)	(51.302.600)	(73.977.600)
Resultado antes de Impuestos	(67.081.708)	(277.269.676)	(230.316.816)	(286.462.484)	(378.456.842)
<b>Resumen de Balance General</b>					
Efectivo Disponible	1.122.768.930	613.114.631	139.838.586	153.418.986	159.892.732
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	530.238.040	530.180.000	550.180.000	745.180.000	940.880.000
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.239.242.161	1.389.920.861	1.289.250.107	1.338.714.400	1.545.733.600
Deuda Neta	(592.530.890)	(82.934.631)	410.341.414	591.761.014	780.987.268
<b>Resumen de Flujo de Caja</b>					
EBITDA Operativo	417.667.812	313.575.252	326.746.784	342.766.116	358.375.758
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias			0	0	0
Intereses Pagados en Efectivo			(38.112.600)	(51.302.600)	(73.977.600)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	0,0	0,0	7,1	7,9	8,8
Interés Efectivo Recibido			21.234.000	13.703.000	18.091.000
Impuestos Pagados en Efectivo			(31.451.000)	30.000.000	30.000.000
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	386.746.497	259.039.406	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	804.414.309	572.614.658	278.417.184	335.166.516	332.489.158
Margen de FGO (%)	56,8	39,2	19,1	22,6	22,0
Variación del Capital de Trabajo	(137.370.865)	(111.373.989)	(274.560.229)	(40.061.117)	(38.234.412)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	667.043.444	461.240.669	3.856.955	295.105.399	294.254.746
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total					
Inversiones de Capital (Capex)	(658.746.424)	(853.819.752)			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	46,5	58,5			
Dividendos Comunes	(61.708.619)	(121.664.235)			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(44.520.682)	237.749.503			
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre	(764.975.725)	(737.734.484)	(497.133.000)	(455.420.000)	(466.118.000)
Flujo de Fondos Libre después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	(97.932.281)	(276.493.815)	(493.276.045)	(160.314.601)	(171.863.254)
Margen del Flujo de Fondos Libre (después de Adquisiciones Netas) (%)	(6,9)	(18,9)	(33,8)	(10,8)	(11,4)
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos			0	(21.105.000)	(17.363.000)
Variación Neta de Deuda	(445.440)	(58.040)	20.000.000	195.000.000	195.700.000
Variación Neta de Capital			0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	(98.377.721)	(276.551.855)	(473.276.045)	13.580.399	6.473.746
<b>Razones de Cobertura (Veces)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	5,7	7,4	7,7	7,3	5,3
FGO/Cargos Fijos	3,9	3,6	2,7	2,9	2,6
EBITDAR Operativo/Intereses Financieros Brutos + Alquileres <sup>a</sup>	2,0	2,1	2,9	2,7	2,5
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos <sup>a</sup>	2,6	3,7	8,6	6,7	4,8
<b>Razones de Apalancamiento (Veces)</b>					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	2,4	3,2	2,9	2,9	3,2
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	0,2	1,8	2,6	2,6	2,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>a</sup>	1,3	1,7	1,7	2,2	2,6
Deuda Ajustada respecto al FGO	1,2	1,9	3,1	2,7	3,0
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	0,1	1,0	2,8	2,4	2,7

<sup>a</sup> EBITDA/R después de dividendos de compañías asociadas menos distribuciones a participaciones minoritarias.

**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 calificadoradora 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 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.

**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](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 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 afirmo 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.