

Proyectos de Infraestructura S.A. (PISA)

Tercera Emisión de Bonos Informe de Calificación

Calificaciones

Moneda Local

Tercera Emisión

Serie A AA+(col)

Serie B AA+(col)

Perspectiva

Tercera Emisión

Serie A Estable

Serie B Estable

Información Financiera

Proyectos de Infraestructura S.A.

COP millones	31 dic 2014	31 dic 2013
Patrimonio Total	138.450	132.482
Deuda Total	85.000	102.458
Ingresos Operativos	126.473	115.231
Utilidad del Ejercicio	61.163	50.621
ROE (%)	48%	38%

Fuente: PISA

Informe Relacionado

[Informe de Calificación Proyectos de Infraestructura PISA \(Marzo 18, 2014\).](#)

Analistas

Iván Alexis García

+562 24993329

ivan.garcia@fitchratings.com

Patricia Gómez

+571 3269999 Ext. 2004

patricia.gomez@fitchratings.com

Factores Clave de las Calificaciones

Madurez de Vía Mitiga Exposición a Ciclos Económicos: La carretera es muy competitiva por su estado óptimo en comparación con las alternas y ofrece una disminución considerable en el desplazamiento entre trayectos. Aunque la demanda vehicular se ha afectado en momentos de desaceleración, se ha recuperado rápidamente en años post crisis. En 2014, el tráfico creció 8,1% respecto a 2013, con una participación de 78,0% de vehículos livianos (automóviles, buses y busetas) y 22,0% de vehículos de carga. Riesgo de Ingreso – Volumen: Medio.

Capacidad de Ajuste de Tarifas Permite Generación de Flujos Sólida: De acuerdo con el contrato, el concesionario tiene el derecho de ajustar tarifas anualmente con base en la inflación. Existe una trayectoria positiva del cumplimiento de esta obligación contractual, lo cual permite una cobertura natural del servicio de deuda de la tercera emisión. Además, PISA cuenta con un ingreso no operacional proveniente de su participación en la concesión CCFC, lo cual diversifica su fuente de ingreso. Riesgo de Ingreso – Precio: Medio.

Estado Óptimo de la Carretera: PISA finalizó la inversión estipulada en el contrato de concesión y ha realizado oportunamente todos los mantenimientos rutinarios según el plan de inversión de capital. En julio de 2014, se obtuvo un índice de estado de la vía promedio de 4.79/5.0, muy superior al exigido contractualmente, lo cual es un factor positivo de calificación. En el futuro, la gerencia espera realizar mantenimientos mayores principalmente en 2016 y 2019. Riesgo de Renovación de Infraestructura: Medio.

Prelación de Pagos Favorece Servicio de la Deuda: Fitch Ratings opina que, aunque no existe limitación para el reparto de dividendos ni del nivel de endeudamiento futuro, el servicio futuro de deuda se protege de decisiones de los accionistas que impliquen un apalancamiento mayor. Esto es por la prelación en el repago de la deuda frente al reparto de dividendos. También destaca que PISA ha mantenido un manejo financiero muy conservador, lo que se traduce en una posición muy buena de liquidez. Riesgo de Estructura de la Deuda: Débil.

Apalancamiento Bajo: La compañía presenta un nivel de deuda bajo, aunque con concentraciones importantes en 2016 y 2019, cuando se realizarán las amortizaciones totales de las series A y B, respectivamente. En el caso base de Fitch, el indicador de apalancamiento de deuda/flujo de caja disponible para el servicio de deuda (FCDS) es de 1,17 veces (x) para 2015, disminuyendo gradualmente en el tiempo; mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) es de 3,27x.

En el caso de calificación de la agencia, el indicador de apalancamiento de deuda/FCDS es de 1,23x para 2015, disminuyendo gradualmente en el tiempo; mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) resulta de 3,05x.

En 2016, la cobertura natural del servicio de la deuda en el caso base es de 2,1x. Para 2019, cuando vencería la serie B, este indicador se estrecharía a 1,20x, dada la magnitud del pago a realizar. El endeudamiento bajo que PISA deberá tener en este momento y en los más de 13 años restantes de concesión mitigará adecuadamente el riesgo potencial de refinanciación que podría enfrentar en 2019.

Transacciones Comparables: Los instrumentos de deuda de PISA son calificados en 'AA+(col)' con Perspectiva Estable, igual que los instrumentos de deuda de Concesionaria de Occidente S.A., principalmente porque ambas compañías tienen niveles de apalancamiento bajos. En el caso de la primera, la relación deuda/FCDS es de 1,17x, mientras que para Concesionaria de Occidente es de 2,57x. En términos de atributos, el riesgo de ingreso (volumen) y riesgo de ingreso (precio) se encuentran en niveles similares.

Sin embargo, en renovación de infraestructura, PISA es calificado como fuerte, mientras que Concesionaria de Occidente, es calificado como de rango medio, debido a que la primera tiene un plan detallado para la ejecución de mantenimiento mayor con inspecciones periódicas semestrales. A su vez, en el riesgo de estructura de deuda, PISA es considerado como débil, mientras Concesionaria de Occidente, como fuerte. Esto se debe a que en el caso de la primera, la transacción no considera una cuenta de reserva para el servicio de la deuda, no tiene restricciones para la contratación de nueva deuda, ni contempla *test* para la distribución de excedentes de efectivo.

Sensibilidad de las Calificaciones

Los principales factores que, individual o colectivamente, podrían derivar en una acción negativa de calificación incluyen un aumento significativo de los niveles de deuda para financiar proyectos nuevos, reducciones en el tráfico promedio diario sin una recuperación rápida, rezagos en incrementos tarifarios, e incrementos en gastos de operación y mantenimiento mayor de más de dos dígitos porcentuales por encima de la inflación.

Una acción positiva de calificación podría suceder ante crecimientos de tráfico sostenidamente superiores a los esperados en el caso base de Fitch.

Resumen del Proyecto

El proyecto vial Buga-Tuluá-La Paila-La Victoria (BTLPLV) es una concesión vial de primera generación, cuyo concedente es el departamento del Valle del Cauca. La carretera concesionada comprende 82 kilómetros de longitud, todos en doble calzada. Cuenta con dos estaciones de peajes ubicadas a lo largo de la vía. En 2006, se firmó también una adenda al contrato de concesión original. En esta, se sumaron las siguientes obras: construcción de la segunda calzada del tramo La Paila-La Victoria, rehabilitación de la calzada para el mismo tramo (incluyendo la construcción de la variante a Zarzal en doble calzada) y la construcción de las segundas calzadas de las variantes a Tuluá, Bugalagrande y La Paila (esta última como par vial). Dichos proyectos se finalizaron y su acta de entrega tiene fecha del 31 de octubre de 2011.

La relevancia a nivel nacional de la vía concesionada deriva de que comunica al suroccidente con el norte y centro del país. Además, es paso obligado para el transporte de toda la carga movilizada a través del Puerto de Buenaventura, uno de los más importantes en Colombia.

La siguiente tabla resume las principales características de la autopista:

Nombre de la Carretera	Buga-Tuluá-La Paila -La Victoria
Ubicación	Departamento del Valle del Cauca
Ciudades que Conecta	Buenaventura con el interior del país
Uso Principal	Transporte de carga y vehículos livianos
Número de Carriles	4
Longitud	82 km
Peajes	Betania y Uribe
Años en concesión	Desde 1994

Fuente: PISA

Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación Global para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (Julio 19, 2013).

Metodología de Calificación para Autopistas de Cuota, Puentes y Túneles (Noviembre 14, 2013).

Tráfico, Ingresos y Tarifa

En los últimos años, el tráfico ha presentado una tendencia positiva, producto de una economía dinámica y creciente. Durante la vida de la concesión, el tráfico ha tenido una gran participación de vehículos ligeros, seguidos por vehículos de carga. En 2014, se mantuvo una participación aproximada de 78,0% de las categorías I y II, seguidas con 22,0% por vehículos de carga de categorías III, IV y V. Debido a la ubicación estratégica de la vía, que conecta con el puerto de Buenaventura, la participación de vehículos de carga es alto en comparación con otras concesiones viales del país.

Aunque la mayoría del tráfico está compuesto por vehículos ligeros, la distribución del recaudo se distribuye casi igual entre categorías I y II y categorías III, IV y V. En 2014, 49,76% del recaudo fue producto de las categorías III, IV y V; mientras que 49,39% provino de tarifas cobradas a categorías I y II. El porcentaje restante correspondió a ejes adicionales. En ese mismo año, el recaudo aumentó 9,79% en términos nominales respecto a 2013, totalizando COP4.125.585 millones. El aumento en tráfico en términos de tráfico promedio diario (TPD) fue de 8,1% en el mismo período. Este comportamiento se debió principalmente a mayor carga transferida en el Puerto de Buenaventura, trabajos de construcción de la infraestructura del Puerto Agua Dulce y una dinámica mayor de viajes entre Tuluá y Buga.

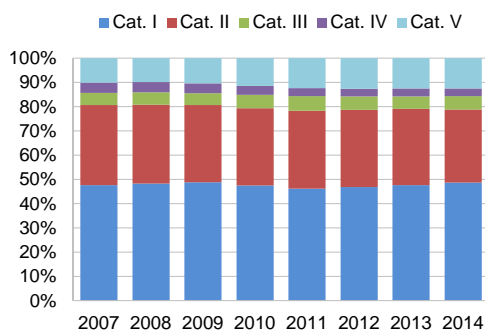
Para el período 2015-2020, la administración de PISA espera que el tráfico crezca 2,0%. Es importante resaltar que el comportamiento del tráfico vehicular está correlacionado con la dinámica económica regional y nacional. En momentos de crisis económica (1999 y 2008-2009) el comportamiento de tráfico ha sido afectado negativamente. Sin embargo, también se ha visto una recuperación relativamente rápida en el volumen del mismo en años post crisis.

Los ingresos operacionales están compuestos principalmente por los recaudos de peajes de las dos estaciones: Betania y Uribe. Durante 2014, el peaje de Betania aportó 54,6% del volumen de tráfico total; mientras que el peaje de Uribe contribuyó con 45,4%. Al cierre de 2014, los ingresos operacionales totales, que incluyen peajes más otros ingresos adicionales, alcanzaron COP126.473 millones, superando los registrados al mismo corte en 2013.

El comportamiento del tráfico vehicular registrado en 2014 fue muy superior a lo esperado por Fitch. Para 2015, Fitch espera que las condiciones macroeconómicas a nivel nacional continúen su tendencia relativamente positiva, lo que se traduciría en un buen desempeño en la economía nacional. Esto último favorecería el comportamiento del tráfico de esta concesión.

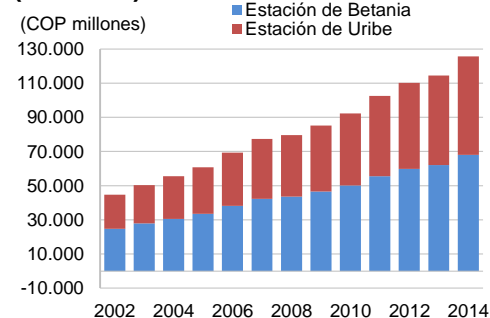
Por otro lado, las tarifas de los peajes se actualizan anualmente de acuerdo con la inflación del año anterior. A la fecha del informe, estos incrementos se han realizado oportunamente, lo cual se refleja en el crecimiento del recaudo. Es importante mencionar que los ingresos y gastos se indexan a inflación, lo que provee una cobertura natural para el servicio de deuda de

Composición del Tráfico



Fuente: PISA

PISA - Recaudo Anual por Peajes (Nominal)



Fuente: PISA

la emisión, puesto que los intereses están atados al índice de precios al consumidor (IPC) más un margen.

Ingresos No Operacionales

Como ingreso adicional, PISA recibe el flujo de dividendos proveniente de su participación (50,5%) en la sociedad Concesiones CCFC S.A. Esta es concesionaria del proyecto vial, Fontibón-Facatativá-Los Alpes, el cual comunica a Bogotá con el oeste y norte del país. Además, como ingresos no operacionales, PISA recibe otros recursos derivados de un contrato de prestación de servicios de asesoría, firmado entre PISA y CCFC. Dicho contrato involucra la dirección y orientación del personal administrativo y del gerente de la compañía en la gestión administrativa, técnica, operativa y financiera.

El comportamiento histórico del tráfico y del recaudo de CCFC ha sido positivo. En 2014, el crecimiento total del tráfico que paga incrementó 5,3% en comparación con 2013; mientras que el recaudo aumentó un 5,1% en términos nominales en el mismo período.

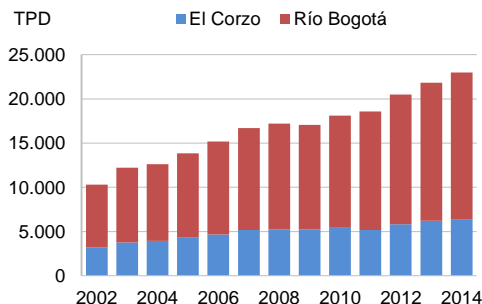
A partir de 2005, PISA comenzó a recibir dividendos por concepto de su inversión en CCFC, una vez finalizada la etapa de la construcción del proyecto. Desde ese momento, los montos efectivamente recibidos año tras año han superado los esperados por la calificadora, factor que ha favorecido el flujo de caja del proyecto. En la tabla lateral se muestran los dividendos que PISA ha recibido por su participación en la concesión CCFC.

Dividendos Recibidos por CCFC

Año	COP millones
2005	3.463
2006	8.007
2007	6.650
2008	7.764
2009	9.627
2010	9.865
2011	10.105
2012	10.839
2013	12.056
2014	12.625

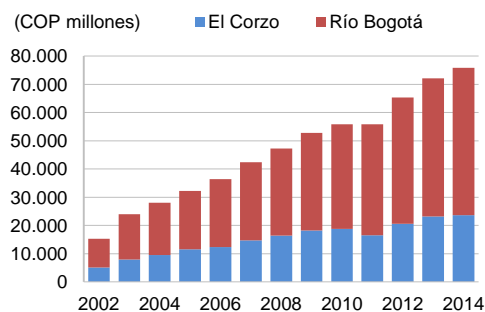
Fuente: PISA

CCFC - Tráfico Promedio Diario Histórico



Fuente: PISA

CCFC - Recaudo Histórico de Peaje de Tráfico que Paga



Fuente: PISA

Operación, Mantenimiento y Costos

Desde el punto de vista de Fitch, el riesgo de operación y mantenimiento de la concesión es bajo. La operación de la vía concesionada está a cargo de Proyectos de Infraestructura S.A. Esta compañía ha desarrollado satisfactoriamente las labores de operación y mantenimiento, garantizando siempre la fluidez del tráfico vehicular. En el futuro, la gerencia espera realizar intervenciones de mantenimiento hasta la madurez legal de la deuda. Dicha intervención sería mayor en todos los años, principalmente en 2016 y 2019. La compañía también estima continuar con estos trabajos hasta el fin de la concesión en mayo de 2033.

Por su parte, los gastos operacionales, que incluyen operación, mantenimiento y administración, y los no operacionales registraron un comportamiento superior al esperado por Fitch. Estos finalizaron 2014 en COP25.879 millones, principalmente por el pago completo de retenciones (reteiva, reteica, retefuente, retención del CREE) que PISA descontaba anteriormente con un crédito a favor del pago del impuesto de estampilla y que fue consumido durante 2014. La calificadora consideró en sus proyecciones este escenario nuevo.

Por otro lado, los costos asociados a obras de inversión aumentaron principalmente por la ejecución durante 2014 de los trabajos complementarios (obras de mitigación social y ambiental) establecidos en el adendo firmado por PISA en 2006. Estos dependían de

consultas con la comunidad y fueron establecidos en el primer semestre de 2014. En el futuro, PISA planea realizar inversiones en renovación de equipos de peaje, grúas, carro-taller, equipos de inspección, entre otros equipos y elementos asociados a la operación de la concesión. Respecto al mantenimiento mayor y refuerzos en vía, el monto de inversión fue de COP5.285 millones en 2014, inferior al estimado por Fitch. A lo largo de la vida de las emisiones de PISA, la compañía ha mostrado un manejo eficiente del Opex, lo que ha permitido que tenga un margen operacional anual promedio entre 70% y 75%.

Los costos de administración y mantenimiento han sido incorporados en el modelo financiero de acuerdo con las estimaciones presentadas por Proyectos de Infraestructura S.A. En estos, se incluyen todos los costos y gastos asociados a la operación, administración y mantenimiento rutinario. Fitch considera que los costos de administración, operación y mantenimiento (AOM) están en rangos razonables y son consistentes con los costos de la misma naturaleza en proyectos similares.

Endeudamiento y Desempeño Histórico

La estructura de la deuda de las emisiones de bonos frente a los créditos bancarios no tiene ninguna prelación.

PISA proyectó desembolsos nuevos con entidades bancarias hasta la madurez legal de los bonos. Estima que recibirá desembolsos por COP5.000 millones de deuda bancaria en 2015; COP12.000 millones en 2016 y COP30.000 millones en 2019. Dichos montos se incluyeron en las proyecciones financieras evaluadas por Fitch. Al 31 de diciembre de 2014, el saldo vigente de la deuda total sumaba COP85.000 millones, compuesto en 94,1% por las series A y B de la tercera emisión de bonos, mientras que el restante 5,9% era deuda bancaria.

Deudas Actuales	Monto Desembolsado (COP millones)	Fecha de Desembolso	Saldo actual (31 dic 2014)
BBVA	20.000	Junio 2012	5.000
Bonos 2009 (A7)	22.600	Mayo 2009	22.600
Bonos 2009 (A10)	57.400	Mayo 2009	57.400
Subtotal Bancos	20.000		5.000
Subtotal Bonos	80.000		80.000
Total	115.000		85.000

Fuente: PISA

A la fecha del informe, se han realizado oportunamente los pagos de intereses y capital en los períodos estipulados. La única emisión vigente es la tercera, por un total de COP80.000 millones con vencimientos en mayo de 2016 (28,25%) y de 2019 (71,75%).

Análisis

Fitch proyectó el desempeño esperado de la estructura con dos escenarios: el base y el de calificación. En éstos se sensibilizaron variables como: tráfico, inflación, actualización de tarifas; ingreso, gastos de operación y de mantenimiento mayor, tasa de interés. Las coberturas de servicio de deuda de la emisión, objeto de la presente calificación, se ubicaron en niveles acordes con la calificación asignada.

El escenario base de Fitch consideró una inflación de 4,0% hasta el año 2019, un crecimiento en el tráfico promedio diario de 1,5% en 2015-2017, -1,0% en 2018 y 1,5% en 2019, con unos incrementos tarifarios ligados a la inflación. Además, se contemplaron aumentos en gastos de operación e inversión de 5,0% y 10,0% respectivamente. Fitch también disminuyó el monto de ingresos no operacionales que la administración de PISA espera recibir por su participación en la concesión CCFC a partir de 2015. El indicador de apalancamiento de deuda/FCDS es de 1,17x para 2015, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) es de 3,27x.

El escenario de calificación de Fitch consideró una inflación de 4,0% hasta el año 2019, un crecimiento en el tráfico promedio diario de 1,0% en 2015-2017, -1,0% en 2018 y 1,0% en 2019, con unos incrementos tarifarios ligados a la inflación. Asimismo, se contemplaron aumentos en gastos de operación e inversión de 10,0% y 20,0% respectivamente. Fitch disminuyó nuevamente el monto de ingresos no operacionales que la administración de PISA espera recibir por su participación en la concesión CCFC a partir de 2015. El indicador de apalancamiento de deuda/FCDS es de 1,23x para 2015, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) es de 3,05x.

Apéndice A

Escenario Base de Fitch					
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingreso Operacional	132.037	138.546	144.451	147.036	153.530
(-)AOM	-26.144	-25.356	-26.167	-27.004	-27.869
(=) EBITDA	105.893	113.190	118.284	120.032	125.661
(+/-) Δ Capital Trabajo	1.262	-196	-180	-199	-226
(-) Impuestos	-32.712	-38.862	-40.421	-43.107	-52.698
(=) Flujo de Caja Operacional	71.918	74.525	78.043	77.123	73.189
Capex	-6.727	-1.748	-1.771	-1.864	-2.025
Mantenimiento Mayor (Refuerzos Viales)	-2.456	-19.534	-2.993	-979	-10.777
(=) Flujo de Caja después de Inversiones	62.735	53.243	73.279	74.281	60.387
Otros Ingresos					
Dividendos CCFC	10.063	9.598	11.518	11.918	12.303
(=) Flujo de Caja Disponible para Servicio Deuda	72.799	62.840	84.797	86.199	72.690
Desembolsos de Deuda Bancaria	5.000	12.000	0	0	30.000
Servicio de Deuda	19.422	29.942	13.230	12.696	60.481
Amortización Capital	10.000	22.600	6.000	6.000	57.400
Intereses	9.422	7.342	7.230	6.696	3.081
Cobertura Servicio Deuda					
DSCR Natural	3,75x	2,10x	6,41x	6,79x	1,20x
Deuda Neta / FCDS	1,17x	1,46x	0,82x	0,74x	0,79x

Fuente: Fitch

Apéndice B

Escenario de Calificación de Fitch					
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingreso Operacional	131.391	137.193	142.341	144.889	150.548
(-)AOM	-27.389	-26.563	-27.413	-28.290	-29.196
(=) EBITDA	104.002	110.630	114.928	116.598	121.352
(+/-) Δ Capital Trabajo	1.262	-224	-206	-227	-258
(-) Impuestos	-32.052	-38.077	-39.604	-42.236	-51.634
(=) Flujo de Caja Operacional	70.688	72.778	75.529	74.589	69.977
Capex	-7.338	-1.907	-1.932	-2.033	-2.210
Mantenimiento Mayor (Refuerzos Viales)	-2.680	-21.310	-3.265	-1.068	-11.757
(=) Flujo de Caja después de Inversiones	60.671	49.561	70.332	71.488	56.010
Otros Ingresos					
Dividendos CCFC	8.176	7.798	9.359	9.683	9.996
(=) Flujo de Caja Disponible para Servicio Deuda	68.847	57.359	79.691	81.172	66.007
Desembolsos de Deuda Bancaria	5.000	12.000	0	0	30.000
Servicio de Deuda	19.422	29.942	13.230	12.696	60.481
Amortización Capital	10.000	22.600	6.000	6.000	57.400
Intereses	9.422	7.342	7.230	6.696	3.081
Cobertura Servicio Deuda					
DSCR Natural	3,54x	1,92x	6,02x	6,39x	1,09x
Deuda Neta / FCDS	1,23x	1,60x	0,87x	0,78x	0,87x

Fuente: Fitch

Relación con los medios:

María Consuelo Pérez
Bogotá, Colombia
Tel. +5(71) 326-9999 ext.1460
E-mail: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Febrero 13, 2015

Acta Numero: 3897

Objeto del Comité: Revisión Periódica

La calificación 'AA+(col)' es de muy alta calidad crediticia. Implica muy sólida calidad crediticia 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.

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)*: Jorge Yanes, María Paula Moreno y Glauca Calp.

*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico pueden consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.ficthratings.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 ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM. 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 © 2015 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 sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o 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.