

Petróleo y Gas
Colombia
Análisis Crediticio

ECOPETROL S.A.

Ratings

	Current Ratings
Bonos Ordinarios	AAA (col)
National IDR	AAA (col)
Foreign Currency IDR	BB+
Local Currency IDR	BBB-
IDR – Issuer default rating.	

Outlook

Estable

Financial Data

Ecopetrol S.A.
(Cifras en millones de pesos)

	LTM	
	06.30.09	12.31.08
Activos Totales	59.094.763	53.092.421
Deuda Total	5.220.312	5.421.453
Utilidad Neta	6.786.626	5.256.232
EBITDA	13.925.626	10.438.037
Margen EBITDA	41,3%	37,7%
Deuda Total / EBITDA	0,37	0,52
EBITDA / Intereses	1.697,52	102,87

Analysts

Diego Mauricio Barreto
+57 1 326-9999, ext. 1170
diego.barreto@fitchratings.com

Lucas Aristizabal
+(1) 212 908-9158
lucas.aristizabal@fitchratings.com

- *‘Metodología de Calificación de Empresas no Financieras’*. Noviembre 24, 2009.
- *Reporte Especial ‘Perspectivas del Sector Corporativo Colombiano’*. Julio 30, 2010.

Resumen de la calificación

El Comité Técnico de Calificación de FitchRatings Colombia S.A. SCV en reunión del 1 de octubre de 2010 después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, decidió afirmar la calificación de riesgo emisor (IDR¹) en “AAA(col)” con perspectiva estable según consta en el Acta No. 1843 de la misma fecha.

Asimismo, en reunión del 1 de septiembre de 2010, decidió otorgar la calificación “AAA (col)” con perspectiva estable a los Bonos Ordinarios Ecopetrol S.A hasta por \$1.000.000 millones según consta en el Acta No. 1802 de la misma fecha.

Las obligaciones calificadas en esta categoría se consideran con la más alta calidad crediticia. Representa la máxima calificación asignada por FitchRatings Colombia en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

Fundamentos de la Calificación

- La calificación de Ecopetrol refleja el estrecho vínculo con la República de Colombia, que posee el 89,9% de la empresa y nombra la mayoría de los miembros de la junta directiva, acorde con las políticas de gobierno corporativo establecidas por la compañía. De igual forma, refleja el sólido perfil financiero, los incrementos de la producción y los adecuados niveles de reservas. La estrategia de crecimiento y las inversiones de capital de la compañía se consideran agresivas y podrían resultar difíciles de cumplir. Se espera que la empresa mantenga un perfil financiero y métricas crediticias consistentes con la calificación asignada al tiempo que implementa su estrategia de crecimiento.
- La calificación de Ecopetrol esta ligada con el perfil crediticio de la República de Colombia (con calificaciones de Fitch en escala internacional en moneda local y extranjera de ‘BBB-’ y ‘BB+’, respectivamente), la cual controla el 89.9% del capital total de la compañía. Adicionalmente, la compañía se encuentra expuesta a cambios regulatorios y al reintegro de los subsidios otorgados por el gobierno central al consumidor final cuando el fondo de estabilización presente déficits. La compañía genera aproximadamente entre el 15% y 20% de los ingresos del Gobierno y es de gran importancia estratégica para el país. La exigente política de dividendos, que en el pasado han promediado cerca de 70% de la utilidad neta, está influenciada por las necesidades del gobierno central, dada la inflexibilidad del gasto público. La junta directiva de la compañía está conformada por nueve miembros de los cuales seis son independientes y tres son funcionarios del gobierno.
- Ecopetrol tiene una agresiva estrategia de crecimiento y sus indicadores operacionales, aunque han venido mejorando, se ubican ligeramente por debajo del promedio, limitando todavía su nivel de calificación. La empresa mejoró

¹ IDR: Issuer Default Rating

significativamente la reposición de reservas en el 2009, pasando a 359% de un promedio de 68% en los últimos tres años. La vida de las reservas es aproximadamente 9,9 años a Diciembre de 2009. Ecopetrol planea aumentar la producción de crudo a 1 y 1,3 millones barriles por día (boepd) en 2015 y 2020, respectivamente, partiendo de 589 mil barriles que produjo durante el primer semestre del presente año. De igual forma, la empresa espera incrementar la capacidad de refinación a 420 mil barriles por día de 335 mil barriles que tienen actualmente. Fitch considera que estas metas son agresivas y que el logro de las mismas implica retos para la compañía si pretende mantener sus métricas crediticias objetivo. Estas incluyen apalancamientos por debajo de 2,0 veces EBITDA, la cobertura de intereses por encima de 5,0 veces EBITDA y la razón de Deuda / Reservas Probadas de aproximadamente de U\$4,5 por barril.

- Con el fin de cumplir con su estrategia de crecimiento, Ecopetrol tiene un programa de inversiones de capital desde el 2011 hasta el 2020 de aproximadamente U\$80.000 millones de dólares, incluyendo U\$6.900 millones de dólares en 2010. Estas inversiones estarán destinadas así: U\$64.000 millones para el negocio de Upstream, U\$16.000 millones para Downstream y U\$250 millones para la consolidación organizacional. Para que la compañía alcance la meta de producción de 1,3 millones de boepd, debe incorporar alrededor de 6 mil millones de reservas en los próximos diez años, lo que implica un esfuerzo importante en actividades de exploración y desarrollo de reservas. La razón de reposición de reservas y descubrimiento de reservas es de gran importancia para que la compañía pueda cumplir con los objetivos trazados y así mismo mantener su perfil crediticio. La compañía planea financiar su programa de inversiones mediante la generación interna de recursos, emisión de deuda así como con una posible oferta de acciones, lo que reducirá la participación del Gobierno en la empresa al mínimo del 80% permitido.
- Ecopetrol mantiene un fuerte perfil crediticio, con un EBITDA consolidado de \$8,4 billones de pesos y una deuda total consolidada de \$6,5 billones en los últimos doce meses terminados en junio del presente año. Sus reservas son amplias y estables con 1.800 millones de barriles (boe), y sus niveles de producción han venido creciendo. Estos factores, junto con su dominante participación en el mercado doméstico, le han permitido a la compañía generar sustanciales flujos de efectivo y cumplir con sus obligaciones de manera oportuna. De igual forma, la empresa ha diversificado sus fuentes de ingreso mediante la expansión internacional con activos en Brasil, Perú y en los Estados Unidos (Golfo de México). La producción y reservas de estos países son pequeñas pero se espera que aumenten con el tiempo. Junto a las exportaciones, que actualmente representan cerca del 50% de los ingresos de la compañía, la compañía esta en capacidad de generar recursos en otras jurisdicciones. Sin embargo y al igual que otras compañías en el sector de petróleo y gas, Ecopetrol es vulnerable a fluctuaciones en los precios internacionales de hidrocarburos y a regulaciones más estrictas relacionadas al medio ambiente que requieren inversiones importantes en sus operaciones de refinación.
- Ecopetrol mantiene una sólida posición de liquidez, con la que cubre sus obligaciones financieras y las necesidades propias del negocio. A junio de 2010, la empresa mantenía \$3,4 billones de pesos en efectivo, con los cuales cubría el 100% de sus obligaciones de corto plazo. Ecopetrol espera financiar su plan de inversiones por medio de la generación interna de caja, emisión de deuda (parte con una emisión local de \$1.000.000 millones) y una oferta publica de acciones, lo que incrementaría el capital flotante de la empresa al 20%. Con

este fin, en mayo de 2009 la compañía adquirió un crédito sindicado por dos billones de pesos a siete años en moneda local y emitió bonos por valor de U\$1.500 millones de dólares en el mercado de capitales internacional. En el futuro, debido a la alta política de dividendos y al importante plan de inversiones, se espera que el flujo de caja libre de la compañía sea negativo al paso que la deuda podría aumentar de manera significativa. Fitch Ratings espera que el apalancamiento, medido por la deuda total ajustada (incluyendo la deuda fuera de balance) sobre EBITDA, se encuentre en un rango entre 2,0 x y 2,5 x en el mediano plazo.

Factores Clave de la Calificación

- Perfil crediticio de la República de Colombia.
- Fuerte perfil financiero de Ecopetrol.
- Volatilidad de precios del crudo.
- Agresivo Plan de expansión.

Perfil

Ecopetrol es una empresa integrada del sector de hidrocarburos, que desarrolla sus operaciones industriales y comerciales aprovechando su participación en el mercado nacional y la infraestructura que posee para ejecutar sus proyectos. Ecopetrol opera bajo cinco líneas de negocios principales: Exploración y Producción, Refinación, Petroquímica, Transporte, Suministro y Mercadeo.

La compañía cuenta con campos de extracción de hidrocarburos en el centro, el sur, el oriente y el norte de Colombia, dos refinerías, puertos para exportación e importación de combustibles y crudos en ambas costas y una red de transporte de aproximadamente 8.800 kilómetros de oleoductos y poliductos a lo largo de toda la geografía colombiana.

En términos de gobierno corporativo, la entidad ha fortalecido sus buenas prácticas de gobierno, hecho que se ve reflejado en la composición de su junta directiva, la cual cuenta con nueve miembros de los cuales seis son independientes y tres son funcionarios del gobierno.

A junio del presente año la producción de Ecopetrol se ha incrementó a 555,3 mil barriles equivalentes por día de 472,3 mil barriles, para un incrementó del 17,4%. La compañía continúa incrementando la participación de crudos pesados en el volumen total de la producción, que ha pasado a 42,5% de 34,5% en el primer semestre de 2009.

En julio del presente año, la Junta Directiva aprobó un nuevo Plan Estratégico para las compañías que conforman el Grupo Empresarial Ecopetrol para los periodos comprendidos entre 2011-2020. Dentro de los nuevos parámetros de dicho Plan, se destaca el incrementar la producción al 2020 en 1,3 millones de barriles equivalentes y realizar la incorporación de 6.000 Mboe de reservas 1P.

Estructura de Deuda y Liquidez

Ecopetrol evidencia una evolución financiera favorable, que se ha venido fortaleciendo de la mano de los procesos operativos y comerciales de la empresa. Los ingresos se han visto favorecidos por el incremento de los precios de los productos energéticos. Por su parte, el aumento de los costos asociados a la operación ha guardado relación con la estrategia de fortalecer la actividad exploratoria. Lo

anterior le ha permitido a Ecopetrol mantener su capacidad de generar recursos a partir del giro de su operación.

La liquidez de la compañía está soportada en los niveles históricos de caja que ha mantenido y en el amplio acceso a fuentes de financiación. A junio de 2010, Ecopetrol presentó niveles de caja y valores líquidos por \$3.427.342 millones, por lo que, en opinión de Fitch, la posición de liquidez de la compañía es fuerte considerando que sus obligaciones financieras ascienden a \$5.220.312 millones. La liquidez también está soportada por la adquisición del crédito sindicado por \$2,2 billones y su acceso a los mercados internacionales de capital. En julio de 2009, ECOPETROL emitió USD1.5 billones de dólares con vencimiento 2019 con un cupón del 7,625% al 7,22% de rendimiento. Esta emisión fue considerablemente sobre demandada y actualmente se está negociando con un rendimiento de 6,18%.

La generación de flujo de efectivo de Ecopetrol se ve expuesta a los cambios en los precios del crudo y la fluctuación de las divisas. Para junio de 2010, Ecopetrol generó \$7.924.460 millones de EBITDA LTM y \$10.868.176 millones de flujo generado por las operaciones (FGO-LTM), resultados superiores a los obtenidos durante el mismo periodo en el 2009, para un EBITDA LTM de \$10.057.833 millones y un FGO LTM de \$13.233.137 millones. Para junio del presente año, Ecopetrol ha mejorado sus márgenes de rentabilidad producto de los incrementos del precio del petróleo y de los volúmenes de ventas, lo que ha incidido positivamente en los indicadores crediticios. Ecopetrol presenta un indicador de EBITDA / Intereses de 1.697,2 veces, superior al presentado en el mismo periodo el año pasado (252,87 en junio de 2009). Durante los últimos doce meses terminados a junio de 2010, la relación de Deuda Total / EBITDA es de 0,37 veces (0,18 en junio de 2009).

Debido a la alta política de dividendos y al agresivo plan de inversiones de capital, es posible que el flujo de caja libre sea negativo en el futuro inmediato. adicionalmente, la deuda podría aumentar considerablemente. Fitch Ratings espera que el apalancamiento, medido como deuda total ajustada (incluida la deuda fuera de balance) sobre EBITDA, se encuentre en un rango entre 2,0 veces (x) y 2,5 (x) en el mediano plazo.

Características de la Emisión

Clase de títulos	Bonos Ordinarios
Monto emisión	\$1.000.000 millones
Serie	Tres series A, B y C
Rendimiento bonos	Serie A: IPC + spread Serie B: DTF + spread Serie C: Tasa Fija
Amortización	Las series A, B y C serán pagadas al vencimiento de los valores.

Los intereses se pagarán bajo la modalidad vencida con periodicidad mensual, trimestral, semestral y/o anual, según se determine en el Aviso de Oferta Pública en que se ofrezca cada sub-serie.

Los bonos serán colocados en el mercado de capitales mediante oferta pública. El mecanismo de colocación será el de “underwriting al mejor esfuerzo” y el mecanismo de adjudicación será el de subasta holandesa o el de demanda en firme.

Los recursos provenientes de la colocación de los Bonos Ordinarios serán destinados para financiar el Plan de Inversiones de Ecopetrol 2010.

Resumen Financiero - ECOPEL S.A.

Cifras en Millones de Pesos Corrientes

	jun-10	dic-09	jun-09	dic-08	dic-07	dic-06	dic-05
Rentabilidad							
EBITDA Operativo LTM	13.925.626	10.438.034	10.057.833	14.502.706	10.417.245	6.147.006	5.917.514
EBITDAR Operativo LTM	13.925.626	10.438.034	10.057.833	14.502.706	10.417.245	6.147.006	5.917.514
Margen de EBITDA (%)	41,3%	37,7%	36,0%	44,3%	46,6%	33,4%	38,1%
Margen de EBITDAR (%)	41,3%	37,7%	36,0%	44,3%	46,6%	33,4%	38,1%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	27,6%	10,4%	44,2%	55,7%	35,1%	0,2	28,0%
Margen del Flujo de Caja Libre (%)	0,9%	-35,2%	-27,9%	20,1%	-8,6%	-2,2%	25,6%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	21,6%	15,6%	29,6%	37,9%	21,7%	19,9%	27,9%
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	123,69	38,96	736,75	24.960,69	9.212,37	567,72	219,80
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	1.697,25	102,87	252,78	18.761,59	10.202,98	878,90	279,04
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1.697,25	102,87	252,78	18.761,59	10.202,98	878,90	279,04
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	65,07	44,16	255,83	18.761,59	2.269,55	123,27	48,64
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	65,07	44,16	255,83	18.761,59	2.269,55	123,27	48,64
FGO / Cargos Fijos	123,69	38,96	736,75	24.960,69	9.212,37	567,72	219,80
FCL / Servicio de Deuda	1,77	(40,76)	(197,50)	8.512,00	(415,90)	(8,11)	32,86
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	17,79	(31,08)	(98,38)	10.931,46	339,26	23,91	38,80
FCO / Inversiones de Capital	2,01	0,89	0,73	3,10	1,30	1,54	11,68
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	0,48	1,37	0,13	n.a.	0,00	0,02	0,72
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,37	0,52	0,18	n.a.	0,00	0,02	0,57
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,13	0,30	(0,21)	n.a.	(0,33)	(0,24)	0,44
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,37	0,52	0,18	n.a.	0,00	0,02	0,57
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,13	0,30	(0,21)	(0,13)	(0,33)	(0,24)	0,44
Costo de Financiamiento Estimado (%)	0,03	0,04	0,02	0,43	0,02	0,00	0,01
Deuda Garantizada / Deuda Total	0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	2%	2,5%	1,2%	n.a.	100,0%	46,2%	3,0%
Balance							
Total Activos	59.094.763	53.092.421	50.109.561	48.152.869	48.095.216	42.137.670	32.664.817
Caja e Inversiones Corrientes	3.427.342	2.286.996	3.896.740	1.870.246	3.466.184	1.596.533	721.899
Deuda Corto Plazo	125.422	134.908	21.328	-	3.569	42.874	100.459
Deuda Largo Plazo	5.094.890	5.286.545	1.764.700	-	-	50.018	3.250.315
Deuda Total	5.220.312	5.421.453	1.786.028	-	3.569	92.892	3.350.774
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.220.312	5.421.453	1.786.028	-	3.569	92.892	3.350.774
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.220.312	5.421.453	1.786.028	-	3.569	92.892	3.350.774
Total Patrimonio	34.525.108	32.703.233	28.176.960	34.620.756	26.807.643	20.835.746	13.285.251
Total Capital Ajustado	39.745.420	38.124.686	29.962.988	34.620.756	26.811.212	20.928.638	16.636.025
Flujo de Caja							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	10.868.176	3.851.526	13.233.137	19.293.842	9.404.810	3.963.656	4.640.099
Variación del Capital de Trabajo	3.923.776	2.628.004	(9.740.663)	(2.703.175)	1.615.249	557.778	1.129.084
Flujo de Caja Operativo (FCO)	14.791.952	6.479.530	3.492.474	16.590.667	11.020.059	4.521.434	5.769.183
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(7.369.029)	(7.311.571)	(4.758.129)	(5.357.325)	(8.454.675)	(2.932.626)	(494.094)
Dividendos	(7.132.404)	(8.903.953)	(6.516.940)	(4.654.340)	(4.475.399)	(2.000.000)	(1.298.000)
Flujo de Caja Libre (FCL)	290.519	(9.735.994)	(7.782.595)	6.579.002	(1.910.015)	(411.192)	3.977.089
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	1.743.767	-	(3.096.835)	(1.765.822)	(1.255.596)
Otras Inversiones, Neto	(3.348.998)	3.700.764	236.924	(5.291.559)	-	-	-
Variación Neta de Deuda	3.451.399	5.421.453	1.765.344	(3.569)	(39.305)	(120.013)	(74.783)
Variación Neta del Capital	35.982	41.044	341.997	832.919	4.867.951	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	-	-	489.746	2.297.563	-
Variación de Caja	428.901	(572.733)	(3.694.563)	2.116.793	311.542	536	2.646.710
Estado de Resultados							
Ventas Netas	33.750.519	27.673.991	27.932.265	32.749.343	22.332.320	18.389.965	15.512.903
Variación de Ventas (%)	20,8%	-15,5%	-4,5%	46,6%	21,4%	n.a.	18,9%
EBIT Operativo	10.821.715	8.083.537	7.791.188	12.644.293	8.786.340	4.755.832	4.531.171
Intereses Financieros Brutos	88.586	101.469	17.986	773	1.021	6.994	21.207
Alquileres	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	6.786.626	5.256.232	8.351.989	11.630.716	5.179.792	3.391.373	3.253.756
Calendario de Amortizaciones							
Current Maturity	125.422	134.908	21.328	-	3.569	42.874	100.459

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. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Daniel Kastholm, Gláucia Calp, Lucas Aristizabal, María Paula Moreno, Andrés Márquez y María Pia Medrano. *Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora www.fitchratings.com.co

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com.co/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.co). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, 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.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo 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 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.