

Energía  
Colombia  
Análisis de Crédito

# Codensa S.A. E.S.P. (Codensa)

## Calificaciones

Instrumento	Calificación Actual
Programa de Emisión Bonos Ordinarios COP\$600.000 MM	AAA(col)
Emisión Bonos Ordinarios COP\$500.000 millones	AAA(col)
Emisión Bonos Ordinarios COP\$650.000 millones	AAA(col)
Emisión Bonos Ordinarios COP\$350.000 millones	AAA(col)
Emisión Papeles Comerciales COP\$400.000 millones	F1+(col)

## Perspectiva

Estable

## Resumen Financiero

### Codensa S.A. E.S.P

Col\$ millones	LTM Jun. 10	31/12/09
Ventas	2.760.064	2.771.875
EBITDA	977.918	1.012.159
Margen EBITDA	35,4%	36,5%
Deuda Total	1.453.986	1.453.209
Caja y valores líquidos	351.019	914.140
Deuda Total / EBITDA	1,5x	1,4x
Deuda Neta Total / EBITDA	1,1x	0,5x
EBITDA/Intereses Pagados	9,1x	9,5x

LTM: Últimos doce meses (last twelve months)

## Analistas

Maria Pia Medrano  
+571 326 9999 Ext. 1130  
[maripia.medrano@fitchratings.com](mailto:maripia.medrano@fitchratings.com)

Mario Irreño  
+571 326 9999 Ext. 1002  
[mario.irreno@fitchratings.com](mailto:mario.irreno@fitchratings.com)

## Reportes Relacionados

- "Perspectivas del Sector Corporativo Colombiano". Julio 30, 2010.
- "Metodología de Calificaciones Corporativas". Junio 13, 2006.
- "LA Power Sector 2009 Statistics". Mayo 3, 2010.

## Resumen de la Calificación

El Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del 2 de agosto de 2010, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la asignación de la calificación del Programa de Emisión y Colocación de Bonos ordinarios con un cupo global de hasta seiscientos mil millones de pesos (\$600.000.000.000) de Codensa S.A. E.S.P., decidió afirmar la calificación de AAA(col), según consta en el Acta No. 1758 de la misma fecha.

Al respecto, es necesario precisar que las emisiones calificadas en esta categoría representan la máxima calificación asignada por Fitch 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 asignada refleja la sólida posición competitiva de la empresa, el perfil de negocio de bajo riesgo, la fortaleza de sus indicadores crediticios, la elevada liquidez y el respaldo del grupo Endesa (calificación IDR de A- en escala internacional por Fitch Ratings) en términos de *know how* y buenas prácticas. La calificación considera también el riesgo asociado a eventuales cambios regulatorios que podrían afectar los resultados de la entidad.

Codensa es la mayor compañía de distribución y comercialización de energía en Colombia. En la actualidad, la empresa atiende más de 2,3 millones de clientes, distribuyendo cerca del 23% de la demanda nacional de energía. La operación de Codensa en el mercado regulado, responsable por la mayoría de sus ingresos, tiene características de monopolio natural, hecho que le otorga cierta predictibilidad y estabilidad a su generación de caja.

Codensa presenta sólidos indicadores crediticios sustentados en una robusta generación de EBITDA y niveles de deuda controlados. En los doce meses finalizados a junio 2010, el margen EBITDA de la compañía fue de 35,4%, indicador que si bien muestra una disminución respecto de años anteriores, todavía es considerada sólida por la Calificadora. Al respecto, la caída en el margen EBITDA en el último año se debe principalmente a la eliminación de los resultados del negocio de financiamiento no bancario Crédito Fácil Codensa Hogar (a raíz de la venta del negocio a Colpatria). A junio 2010, el ratio de Deuda Financera / EBITDA fue de 1,5 veces (x), índice considerado sólido para la categoría de riesgo en que se encuentra la empresa.

Codensa presenta niveles de liquidez que le han permitido pagar dividendos por la totalidad de sus utilidades distribuibles. A junio 2010, la empresa mantiene un stock de caja y valores líquidos de \$351.019 millones, los cuales permiten cubrir holgadamente con los \$314.838 millones de servicio de deuda del año.

Endesa S.A., a través de sus filiales Endesa Latinoamérica, Enersis (calificación IDR de BBB+ en escala internacional por Fitch Ratings) y Chilectra, participa con el 48,48% de la propiedad de Codensa y es quien mantiene el control de la empresa (con el 57,1% de

las acciones con derecho a voto). Fitch considera relevante la participación de Endesa debido al aporte en términos de know how, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la compañía.

La calificación considera también los riesgos asociados a la incertidumbre generada por eventuales cambios regulatorios que puedan afectar los resultados de la compañía. Sin embargo, el buen desempeño experimentado por Codensa y su conservador nivel de apalancamiento hacen que presente cierta flexibilidad ante posibles escenarios adversos.

### **Factores Clave de la Calificación**

- Una baja en las calificaciones podría ocurrir en caso la compañía presente un deterioro significativo en los indicadores crediticios, ocurra un cambio regulatorio que afecte significativamente la generación de caja o se de un cambio significativo en la estructura de capital presentada hasta ahora.

### **Eventos Recientes**

En febrero de 2010, Codensa emitió bonos en dos series por un total de \$245.000 millones con cargo al Programa de Emisión de Bonos Ordinarios de hasta \$600.000 millones. Los recursos captados de dicha emisión se utilizaron para el pago de vencimientos de la segunda emisión de bonos que redimieron en el mes de marzo de 2010.

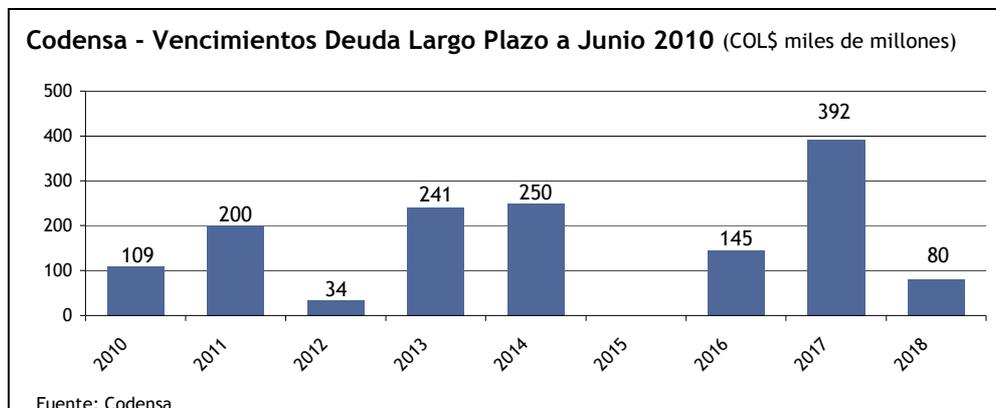
En noviembre de 2009, Codensa materializó la venta de su cartera de créditos del programa “Crédito Fácil Codensa” (Codensa Hogar) al Banco Colpatria Red Multibanca Colpatria S.A. (Colpatria) por el monto de \$529.412 millones. En el contrato de colaboración suscrito entre ambas partes, se definió que Colpatria se encargaría de la promoción, originación, administración y cobranza de los créditos, y Codensa realizaría las labores de facturación y recaudo de dichos créditos a través de la factura del servicio público de energía a cambio una comisión por recaudo y facturación. Fitch considera positiva la venta de la cartera de créditos a Colpatria, dado que la transacción elimina los riesgos asociados al negocio de financiación no bancaria y las presiones a los resultados y estructura de balance que dicho negocio conlleva.

### **Liquidez y Estructura de la Deuda**

A junio 2010, la deuda financiera de Codensa ascendió a \$1.453.986 millones, estando compuesta en su totalidad por bonos emitidos en el mercado local a tasa variable, cuyos vencimientos se encuentran repartidos entre los años 2010 y 2018. Históricamente, la compañía ha financiado sus inversiones de capital con una combinación de deuda y flujos propios, estrategia que espera seguir manteniendo en el futuro.

La posición de liquidez de Codensa es holgada, presentando a junio 2010 un stock de caja y valores líquidos de \$351.019 millones que permiten cubrir en su totalidad los vencimientos de deuda corrientes de \$314.838 millones. En el primer semestre del 2010, la liquidez de la empresa le ha permitido pagar dividendos por \$507.408 millones y hacer un adelanto de compras de energía a Emgesa por \$280.000 millones.

La compañía tiene invertida la caja en cuentas de ahorros, depósitos a plazo, fiducias e instrumentos de deuda con calificaciones de riesgo de F1+ (corto plazo) y AAA (largo plazo).



### Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

La empresa ha venido generando flujos de caja crecientes a lo largo de los años, apoyados en el crecimiento de la base de usuarios y políticas financieras conservadoras. En los últimos doce meses a junio 2010, Codensa generó \$977.918 millones de EBITDA, inferior al registrado en el 2009 de \$1.012.159 millones producto de la venta del negocio de financiamiento no bancario.

Por su parte, las variaciones de capital de trabajo fueron negativas en \$624.797 millones principalmente por un incremento importante en el nivel de cartera derivado del anticipo de compras de energía realizado a Emgesa y un anticipo del pago del impuesto a la renta. Dado lo anterior, el flujo de caja operativo para los doce meses terminados en junio 2010 fue de \$240.978 millones, los cuales junto con el ingreso por la venta del negocio de créditos a Colpatría por \$529.412 millones permitieron realizar desembolsos para inversiones de capital (\$169.427 millones), pago de dividendos (\$507.408 millones) y amortizar el vencimientos de los papeles comerciales en circulación por un valor de \$40.000 millones.

Dentro de las inversiones realizadas en el 2009 destacan aquellas destinadas al mantenimiento sobre su infraestructura eléctrica, mejoramiento de la calidad y al control de sus pérdidas de energía, las cuales a la fecha se encuentran en 8,3%, nivel inferior al reconocido por regulación (14,75%) y muy competitivo frente a su grupo de pares. El plan de expansión para el 2010 contempla inversiones cercanas a los \$315.000 millones, enfocadas principalmente en atender el crecimiento de la demanda (39,4%) a través de la expansión de redes de alta y mediana tensión y ampliaciones de capacidad de algunas subestaciones. A junio 2010, la empresa ya tiene invertidos \$68.800 millones, siendo los programas de calidad, control de pérdidas y demanda en los que se ha dado mayor avance.

A junio 2010 Codensa presenta ratios de deuda financiera / EBITDA y deuda financiera neta / EBITDA de 1,5x y 1,1x, respectivamente; indicadores considerados sólidos para la categoría de riesgo en que se encuentra. Hacia finales del 2010, Codensa no espera presentar variaciones en los niveles de deuda actuales, por lo que se esperaría que su indicador de deuda financiera / EBITDA se mantenga en alrededor de 1,5x.

#### Codensa S.A. E.S.P.

Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P.	51,50%
Endesa Latinoamérica SA.	26,66%
Enersis S.A.	12,47%
Chilectra S.A.	9,35%
Otros	0,02%

### Perfil

Codensa fue constituida hace más de 10 años para agrupar los negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica, como resultado del proceso de transformación y

capitalización del que fue objeto la Empresa de Energía de Bogotá S.A E.S.P. (EEB) en los años noventa. En este proceso, también se definió que el negocio de generación pasaría a Emgesa y el de transmisión quedaría en cabeza de EEB. Así, luego de la transformación, EEB quedó como accionista mayoritario en Emgesa y Codensa, mientras que el Grupo Endesa adquirió participación accionaria tanto sobre las nuevas compañías como en EEB a través de diferentes empresas. Posteriormente, en octubre de 2009 Endesa decidió vender el 7,2% de sus acciones en EEB y mantener su participación en el país a través de sus acciones en Emgesa y Codensa.

A pesar que EEB cuenta con la mayoría accionaria en Codensa, su participación está dividida por acciones ordinarias (36,36%) y preferenciales (15,15%), éstas últimas sin derecho a voto. De esta forma el Grupo Endesa, a través de sus filiales Endesa Latinoamérica, Enersis y Chilectra, controla las operaciones de la compañía.

### **Regulación**

Con el fin de incentivar los planes de expansión de las distribuidoras de energía, a partir de la vigencia de la resolución CREG 097 de 2008 se estableció el reconocimiento de los proyectos de expansión en el nivel de tensión 4 a partir del momento en que entren en operación, sin tener que esperar a que inicie el siguiente año. Así, las inversiones que realizaría la empresa en activos de este nivel de tensión, serían consideradas en las tarifas a medida en que vayan entrando en operación.

Adicionalmente, en abril del 2010 la CREG emitió una resolución en la corrige los cálculos que sirvieron de base para la definición del costo reconocido de nivel 4 (CREG 081 de 2010). Con este nuevo reconocimiento tarifario, la administración estima que el ingreso anual se incrementaría en \$3.870 millones anuales (\$1.500 millones para lo que queda del 2010) debido a la actualización de la base de activos remunerados. Asimismo, Codensa incrementaría el cargo por uso del STR en \$0.31 por kWh aplicable a las tarifas a publicar a partir de julio 2010.

Por otro lado, está en estudio por parte del regulador el Proyecto de Resolución No. 179 de 2009, en el cual se propone disminuir los límites de consumo para que un usuario pueda ser considerado como no regulado. Actualmente tales límites son de 0,1Mw (de potencia instalada) o 55 Mwh de consumo de energía, vigentes desde el año 2000.

Según información proporcionada por la administración de Codensa, el efecto de la materialización de este proyecto no impactaría significativamente en los resultados de la compañía dado que los usuarios que pudieran pasar al mercado no regulado seguirían utilizando la red de distribución de Codensa. Al respecto, Fitch se mantendrá al tanto de la evolución de este proyecto de resolución y de los impactos que podría tener en los resultados de la empresa.

### **Instrumentos Vigentes**

#### **Primera Emisión**

La primera emisión de bonos fue colocada en su totalidad en el primer trimestre del año 2004. Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados en un 90% para sustituir deuda financiera. A junio 2010, el saldo vigente de estos bonos fue de \$450.000 millones.

### Primera Emisión Bonos Ordinarios

Monto Total	\$500.000 MM	
Sub - series	<u>B-5</u>	<u>B-8</u>
Monto emitido	\$200.000 MM	\$250.000 MM
Plazo	7 años	10 años
Fecha emisión	Mar-04	Mar-04
Tasa de Interés	IPC + 6,14%	IPC + 6,34%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

### Segunda Emisión

La segunda emisión de bonos ordinarios fue aprobada en febrero de 2007 y se colocó en tres lotes. El destino de los recursos captados fue la sustitución de obligaciones financieras. A junio 2010, el saldo vigente de esta emisión fue de \$425.220 millones.

### Segunda Emisión Bonos Ordinarios

Monto Total	\$650.000 MM		
Lote	<u>Primero</u>	<u>Segundo</u>	<u>Tercero</u>
Sub-Series	A-10	A-10	B-5
Monto emitido	\$147.000 MM	\$244.500 MM	\$33.720 MM
Plazo	10 años	10 años	5 años
Fecha colocación	Mar-07	Jun-07	Dic-07
Tasa de Interés	IPC + 5,30%	IPC + 5,30%	DTF + 2,40%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

### Tercera Emisión

La tercera emisión por un total de \$350.000 millones se colocó en dos lotes en diciembre 2008 y marzo 2009.

### Tercera Emisión Bonos Ordinarios

Monto Total	\$350.000 MM			
Lote	<u>Primero</u>			<u>Segundo</u>
Serie	<u>A</u>	<u>B</u>		<u>A</u>
Sub-Series	A-5	B-2	B-5	A-10
Monto emitido	\$75.500 MM	\$109.000 MM	\$85.500 MM	\$80.000 MM
Plazo	5 años	2 años	5 años	10 años
Fecha colocación	Dic-08	Dic-08	Dic-08	Mar-09
Tasa de Interés	IPC + 5,99%	DTF + 2,11%	DTF + 2,58%	IPC + 5,55%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

### Programa de Bonos

El programa de bonos ordinarios se inscribió en enero 2010 por un cupo global de \$600.000 millones. El monto, series o sub-series, número de bonos, valor nominal, plazo y tasa de interés se definirán en cada emisión que se realice con cargo al programa.

En febrero de 2010, Codensa realizó la primera colocación del programa por un monto de \$225.000 millones dividida en dos series de tres y seis años, respectivamente.

#### Programa de Emisión de Bonos Ordinarios

Emisiones Serie	Primera B	
	B-3	B-6
Sub-serie	B-3	B-6
Monto emitido	\$80.000 MM	\$145.000 MM
Plazo	3 años	6 años
Fecha emisión	Feb-10	Feb-10
Tasa de Interés	IPC + 2,98%	IPC + 3,92%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

### Papeles Comerciales

En enero de 2009 Codensa inscribió la primera emisión de papeles comerciales por un monto de hasta \$400.000 millones. Los lotes de esta emisión contarían con plazos que van desde los 15 a 360 días, con la posibilidad de ser emitidos: bajo la serie A a tasa fija, bajo la serie B a tasa variable DTF y bajo la serie C a tasa variable IBR.

Los recursos provenientes de estos instrumentos de corto plazo podrán utilizarse para la sustitución de pasivos financieros, financiar capital de trabajo, así como también financiar el desarrollo de planes de inversión, entre otros. A junio 2010, Codensa no mantiene en circulación ningún saldo de papeles comerciales.

**Resumen Financiero - Codensa S.A. E.S.P**

(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)

	<u>12m Jun 10</u>	<u>dic-09</u>	<u>dic-08</u>	<u>dic-07</u>	<u>dic-06</u>	<u>dic-05</u>
<b>Rentabilidad (%)</b>						
EBITDA Operativo LTM	977.918	1.012.159	947.682	828.962	785.045	635.302
Margen de EBITDA (%) LTM	35,4%	36,5%	37,3%	38,1%	39,4%	35,7%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	22,4%	19,3%	15,3%	13,2%	18,5%	15,7%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	-15,8%	10,9%	-4,5%	-18,6%	9,2%	6,5%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	16,9%	16,3%	14,2%	12,2%	11,5%	7,4%
<b>Coberturas (x)</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	9,8	8,3	5,5	6,1	12,5	10,2
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	9,1	9,5	7,2	8,5	13,7	10,6
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	2,4	2,3	2,3	2,2	3,0	6,1
FGO / Cargos Fijos LTM	9,8	8,3	5,5	6,1	12,5	10,2
FCL / Servicio de Deuda LTM	(0,8)	0,9	0,0	(0,8)	0,9	1,7
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	0,0	3,0	0,9	(0,0)	1,2	2,9
FCO / Inversiones de Capital LTM	1,4	3,8	2,1	0,9	3,6	4,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	1,5	1,6	2,3	2,4	1,0	0,9
Deuda Total / EBITDA Operativo LTM	1,5	1,4	1,7	1,7	0,9	0,9
Deuda Total Neta/ EBITDA Operativo LTM	1,1	0,5	1,4	1,4	0,8	0,7
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	6,7%	6,9%	8,6%	9,1%	9,2%	11,0%
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	21,7%	23,3%	16,8%	19,7%	29,0%	8,1%
<b>Balance</b>						
Total Activos	5.273.322	5.497.178	5.543.448	5.380.797	5.037.044	4.669.948
Caja e Inversiones Corrientes	351.019	914.140	359.532	292.382	85.409	124.807
Deuda Corto Plazo	314.838	339.240	275.278	281.666	204.437	43.812
Deuda Largo Plazo	1.139.149	1.113.969	1.367.376	1.146.962	500.215	500.412
Deuda Total	1.453.986	1.453.209	1.642.654	1.428.628	704.652	544.224
Total Patrimonio	2.850.511	3.150.743	3.080.609	3.038.756	3.182.655	3.366.520
Total Capital Ajustado	4.304.497	4.603.952	4.723.263	4.467.384	3.887.306	3.910.743
<b>Flujo de Caja (LTM)</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	865.775	780.796	588.949	494.472	662.569	555.327
Variación del Capital de Trabajo	(624.797)	222.093	(72.968)	(331.121)	(69.275)	(122.800)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	240.978	1.002.889	515.981	163.350	593.294	432.527
Inversiones de Capital	(169.427)	(264.674)	(251.221)	(191.719)	(162.791)	(106.468)
Dividendos	(507.408)	(434.789)	(378.566)	(376.117)	(247.260)	(209.392)
Flujo de Caja Libre (FCL)	(435.857)	303.426	(113.805)	(404.485)	183.243	116.666
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	(68.595)	(105.964)	-	-	-	-
Variación Neta de Deuda	(40.783)	(189.446)	214.025	723.976	160.429	(2.413)
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	(383.070)	(924.653)
Otros (Inversión y Financiación)	546.591	546.591	(33.055)	(112.519)	-	-
Variación de Caja	1.356	554.608	67.165	206.972	(39.398)	(810.400)
<b>Estado de Resultados (LTM)</b>						
Ventas Netas	2.760.064	2.771.875	2.537.338	2.173.028	1.991.216	1.781.330
Variación de Ventas (%)	2,1%	9,2%	16,8%	9,1%	11,8%	3,5%
EBIT Operativo	732.472	768.784	724.238	607.672	564.986	422.158
Intereses Financieros Brutos	98.534	107.052	132.320	97.243	57.481	60.103
Resultado Neto	485.251	507.408	434.789	378.566	376.117	274.733

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. LTM = Últimos doce meses (Last Twelve Months).

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) \*: Glauca Calp, Natalia O'Byrne, Milena Carrizosa, Maria Paula Moreno y Maria 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](http://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://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](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). 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 INFORMACION 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 que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información 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 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 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 afirmo 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. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. 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, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. 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. 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 títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.