

# Ecopetrol S.A.

## Informe de Calificación

### Calificaciones

#### Moneda Extranjera

Largo Plazo IDR	BBB
Deuda no Garantizada	BBB

#### Moneda Local

Largo Plazo IDR	BBB+
-----------------	------

#### Nacional

Largo Plazo	AAA(col)
Corto Plazo	F1+(col)

### Perspectiva

En Moneda Extranjera	Estable
En Moneda Local	Estable
Nacional de Largo Plazo	Estable

IDR – Issuer Default Rating.

### Resumen Financiero

#### Ecopetrol S.A.

	UDM 30 sep 2013	31 dic 2012
USD millones		
Ventas	36.824	38.211
EBITDA	14.949	16.897
Margen EBITDA (%)	41	44
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	11.647	11.721
Flujo de Caja Libre	8.577	1.272
Caja e Inversiones Corrientes	8.280	5.259
Deuda Total	11.488	7.739
Debt Total / EBITDA	0,8	0,5
Deuda Total / FGO	1,0	0,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	50,9	52,4

Fuente: Ecopetrol, S.A.

### Reportes Relacionados:

[Ecopetrol, S.A. Full Rating Report \(Diciembre 18, 2013\)](#)

### Analistas

Lucas Aristizabal  
+1 (312) 368-3260  
[lucas.aristizabal@fitchratings.com](mailto:lucas.aristizabal@fitchratings.com)

José Luis Rivas  
+57 (1) 326-9999  
[joseluis.rivas@fitchratings.com](mailto:joseluis.rivas@fitchratings.com)

### Factores Clave de las Calificaciones

**Vínculo con el Soberano:** Las calificaciones de Ecopetrol S.A. (Ecopetrol) están ligadas al perfil crediticio de la República de Colombia (calificada 'BBB+' y 'BBB' en escala internacional en moneda local y extranjera respectivamente por Fitch Ratings), la cual posee el 88,5% del capital de la compañía. El gobierno de Colombia compensa a Ecopetrol el diferencial de precios por la venta de combustible en el mercado local, en lugar del mercado de exportación. La compañía genera aproximadamente 20% de los ingresos del gobierno y es de gran importancia estratégica para el país.

**Estrategia de Crecimiento Agresiva:** La estrategia de crecimiento de Ecopetrol es agresiva y Fitch considera que la compañía enfrentará retos para el cumplimiento de algunos objetivos de producción. Ecopetrol planea incrementar la producción a 1,3 millones de barriles equivalentes de petróleo por día (bepd) en 2020, desde una producción consolidada de 790.700 bepd durante los primeros nueve meses de 2013. De igual forma, espera incrementar la capacidad de refinación a 420.000 barriles por día (bpd) desde 335.000 bpd. Las metas agresivas de crecimiento incrementan los riesgos de negocio y de evento.

**Mejora de Indicadores Operacionales:** En los años recientes, los indicadores operacionales de la compañía han mejorado y ahora se consideran en línea con la calificación de riesgo asignada. Sin embargo, la vida de las reservas de Ecopetrol, incluyendo gas, se situó en 8,1 años en 2012. La compañía necesitará mantener su Índice de Reposición de Reservas (IRR) promedio por encima del 164% para mantener o incrementar el perfil de vida de sus reservas, sin dejar de alcanzar su meta de producción en 2020.

**Perfil Financiero Sólido:** Ecopetrol reportó EBITDA y deuda por USD15.000 USD11.500 millones respectivamente para los últimos doce meses (UDM) a septiembre de 2013. Un apalancamiento moderado (reservas probadas a deuda) de USD4,2 por barril, reservas importantes, niveles crecientes de producción y participación dominante en el mercado local le permiten generar fuerte flujo de caja operativo y cumplir con sus obligaciones financiera de manera oportuna. La liquidez es sólida, con una posición de efectivo de USD8.300 millones a septiembre de 2013.

**Plan de Inversiones Agresivo:** Ecopetrol espera financiar su plan de inversiones por USD75.000 millones para 2013–2020 a través de la generación interna de caja, emisiones de deuda y la oferta pública de acciones. Éstas podrían incrementar el capital flotante de Ecopetrol al 20%. Debido a la política de dividendos altos y agresivo plan de inversiones, Fitch espera que el flujo de caja libre se vea presionado en el futuro próximo. Adicionalmente, la deuda podría continuar aumentando, mientras el apalancamiento se mantiene dentro de la categoría de calificación asignada.

### Sensibilidad de las Calificaciones

Una baja de la calificación podría ocurrir ante una reducción de la calificación de Colombia, un incremento del apalancamiento más allá de las expectativas de Fitch (por encima de las 3,0x), un débil desempeño operativo -que resulte en una reducción sostenida de la relación producción a reservas por debajo de 5 años- y/o un fuerte y prolongado descenso de precios de productos básicos.

**Perfil Financiero**

**Liquidez y Estructura de Capital**

La posición de liquidez de Ecopetrol se considera sólida puesto que se apoya en su generación interna de flujo de efectivo, en el efectivo en caja y en un perfil de vencimientos manejable. A septiembre de 2013, la posición consolidada de efectivo y de valores negociables totalizó USD8.200 millones; mientras que su deuda financiera consolidada sumó USD11.400 millones. Ecopetrol también se ha beneficiado de la emisión de acciones en los últimos años.

La compañía espera financiar la mayor parte de sus inversiones con generación interna de flujo de efectivo y, en menor medida, mediante la emisión de deuda y acciones. Esto ayudará a Ecopetrol a mantener sus métricas de apalancamiento por debajo de 2,0x, la cobertura de intereses por encima de 5,0x, y la deuda a reservas probadas por debajo de USD4,5 por barril.

**Vencimiento de Deuda y Liquidez**

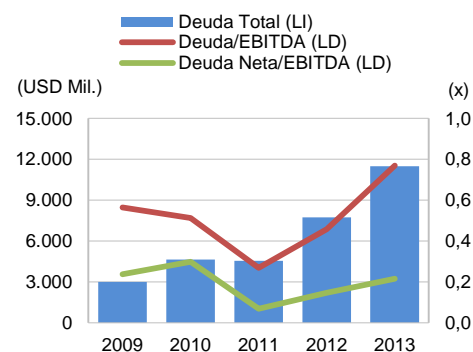
(A diciembre 31, 2012)

**Vencimiento de Deuda**

2012	2,239,139
2013	444,040
2014	444,040
2015	267,570
Después de 2016	12,550,175
Efectivo y Equivalentes	7,940,690
Líneas de Crédito Disponibles	—

Fuente: Ecopetrol S.A.

**Deuda Total y Apalancamiento**

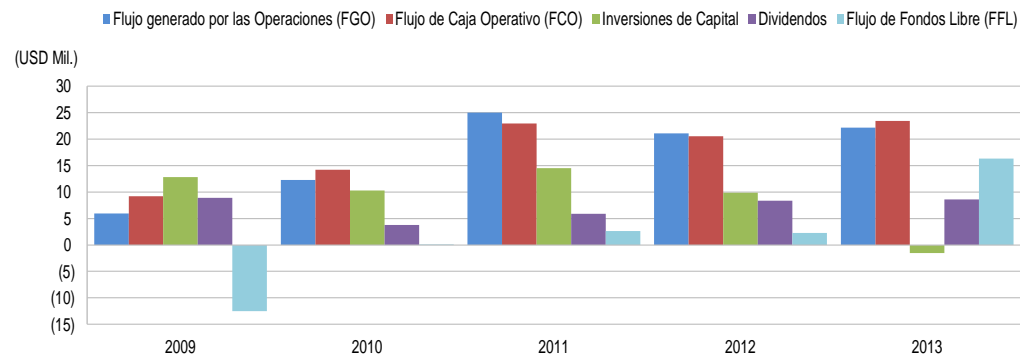


Fuente: Ecopetrol S.A.

**Análisis de Flujo de Caja**

El perfil financiero de Ecopetrol se considera sólido, con un crecimiento sostenido de ingresos, márgenes operacionales fuertes y apalancamiento financiero bajo. Ecopetrol reportó que los ingresos consolidados, para los UDM finalizados a septiembre de 2013, alcanzaron USD36.800 millones; un incremento desde USD35.500 millones en 2011, reflejo de una mayor producción y mayores precios internacionales de la energía. El EBITDA consolidado, para los UDM finalizados en septiembre de 2013, fue de USD14.900 millones; inferior a los USD16.900

**Desempeño del Flujo de Caja**



Fuente: Ecopetrol S.A.

**Criterios Relacionados**

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras' (29 Agosto de 2013)

Los principales costos de la compañía están directamente relacionados a la producción de petróleo y gas, así como a las regalías otorgadas al gobierno colombiano. Las regalías son pagos por el agotamiento de los recursos naturales no renovables propiedad de la Nación. Ecopetrol comercializa la producción de sus operaciones directas y todas las regalías recibidas por la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), el regulador de la industria petrolera de Colombia.

La cobertura de EBITDA a intereses debería mantenerse sólida, debido a la estructura conservadora de capital de la compañía y los niveles de deuda relativamente bajos. Los pasivos pensionales de Ecopetrol no se consideran una de las principales preocupaciones para el perfil crediticio de la compañía, debido a las medidas significativas que Ecopetrol lleva a cabo para atender la situación a partir de 2008. La compañía es responsable por los pasivos pensionales de todos los empleados que habían estado con Ecopetrol antes de 1990. A diciembre de 2012, la porción no fondeada de los pasivos pensionales de la compañía y otros beneficios post-empleo -incluyendo educación y beneficios de salud- totalizaron USD1.800 millones, aproximadamente.

Las inversiones futuras de Ecopetrol promediarán, aproximadamente, USD9.000 millones anuales durante los próximos 6 años. La compañía espera financiar los USD75.000 millones de su plan de inversiones de capital con USD56.000 millones de la generación esperada de flujo de caja interno, USD11.000 millones de emisiones de deuda y, posiblemente, de USD7.000 millones a USD8.000 millones de emisión pública de acciones.

## Grupo de Comparables

Emisor	País
<b>BBB+</b> Petróleos Mexicanos SA (Pemex)	México
<b>BBB</b> Petroleo Brasileiro S.A. (Petrobras)	Brasil
<b>B+</b> Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA)	Venezuela

## Análisis de Emisores Comparables

	Ecopetrol S.A.	Petroleos Mexicanos SA (Pemex)	Petroleo Brasileiro S.A. (Petrobras)	Petroleos de Venezuela S.A. (PDVSA)
UDM a:	30 sep 2013	31 dic 2012	31 dic 2012	31 dic 2012
Largo Plazo IDR	BBB	BBB+	BBB	B+
Perspectiva	Positiva	Estable	Estable	Negativa

## Historial de Calificación

Fecha	Moneda Extranjera	Outlook/ Watch
Dic. 11, 2013	BBB	Estable
Ago. 28, 2013	BBB-	Positivo
Mar. 8, 2013	BBB-	Positivo
Ago. 30, 2012	BBB-	Estable
Jun. 10, 2012	BBB-	Estable
Jun. 23, 2011	BBB-	Estable
Oct. 15, 2010	BB+	Positivo
Sep. 1, 2010	BB+	Estable
Oct. 5, 2009	BB+	Estable
Nov. 10, 2008	BB+	Estable
Nov. 2, 2007	BB+	Estable
Jun. 25, 2007	BB+	Estable
Jun. 23, 2006	BB	Positivo
Abr. 24, 2006	BB	Estable
Nov. 10, 2004	BB	Estable
Ene. 11, 2002	BB	Estable
Mar. 17, 2000	BB+	RWN
Sep. 9, 1999	BBB-	—
Jun. 5, 1995	BBB	—

RW – Rating Watch.  
Fuente: Fitch Ratings

### Estadísticas Financieras

Ventas Netas	70,226,670	1,646,912	144,103	124,459
Variación de Ventas (%)	0.40	5.68	(1.24)	(0.24)
EBITDA	28,508,573	1,045,877	27,495	21,797
Margen EBITDA (%)	40.60	63.50	19.08	17.51
Flujo de Fondos Libre	16,357,243	(29,947)	(21,942)	(6,270)
Deuda Total Ajustada	21,910,190	2,075,399	160,238	40,026
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	11,620,114	119,235	13,520	8,233
Flujo Generado por las Operaciones	22,211,146	148,594	24,348	32,187
Inversiones de Capital	1,506,264	(197,509)	(40,671)	(25,032)
Variación Neta de Capital	—	—	—	—

### Métricas Crediticias (x)

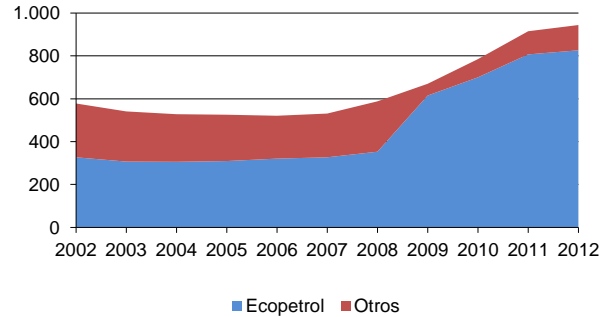
EBITDA / Intereses Financ. Brutos	50.86	14.34	4.72	6.41
Deuda Total Ajustada/FGO	0.96	6.52	3.95	1.12
Deuda Total Ajustada /EBITDAR	0.77	1.82	4.23	1.84
FGO/Intereses Financieros Brutos	40.63	3.04	5.18	10.46
Inversiones de Capital/Ventas Netas	0.02	(0.12)	(0.28)	(0.20)
FFL/ Deuda Total Asimilable al Patrimonio	0.75	(0.04)	(0.23)	(0.16)

Fuente: Fitch Ratings

**Perfil de la Empresa**

Ecopetrol es una empresa de hidrocarburos, integrada verticalmente y que opera en Colombia, principalmente. El gobierno colombiano controla el 88,5% de la propiedad accionaria de la compañía; el porcentaje restante se colocó en la Bolsa de Valores de Colombia y se registró en la Bolsa de Valores de Nueva York. Durante los primeros nueve meses de 2013, la producción bruta promedio de crudo consolidada de Ecopetrol fue de aproximadamente 654 mil bep. Las reservas probadas de crudo y gas natural, neta de regalías al cierre de 2012, llegó a aproximadamente 1.877 millones de barriles.

**Producción de Crudo - Colombia**  
(000 bpd)



Fuente: ANH

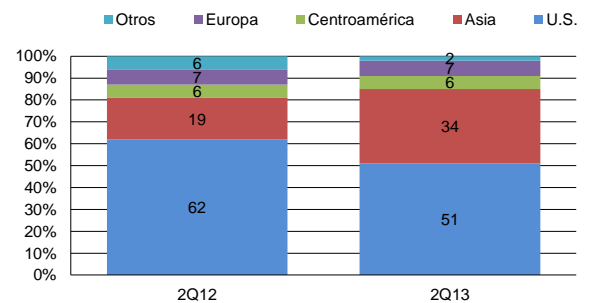
La estrategia de Ecopetrol se ha visto afectada por un decreto, introducido en 2003 e implementado en 2004; el cual separó la administración de los recursos de hidrocarburos de Colombia de la compañía. El decreto marca un cambio importante en el perfil de Ecopetrol en términos de operaciones y estrategia. En el pasado, a la compañía se le ofrecía acceso de bajo riesgo a las reservas de petróleo a través de su opción exclusiva de participar, post exploración, en cualquier descubrimiento comercial realizado por el sector privado. Ahora, aunque los acuerdos de asociación existentes permanecen vigentes, los acuerdos de exploración dependen de la propia estrategia y el desempeño de Ecopetrol. La empresa debe competir por bloques de exploración o puede participar en asociaciones estratégicas con otros socios energéticos.

El plan estratégico de Ecopetrol, para 2020, contempla sus metas de crecimiento y consolidación operativa. La compañía tiene previsto: integrarse verticalmente, producir 1,3 millones de bep. La compañía tiene previsto: integrarse verticalmente, producir 1,3 millones de bep. La meta de producción de 1,3 millones de bep es bastante agresiva; representa casi el doble de su nivel de producción actual. Aunque, en los últimos años, la producción de Ecopetrol ha tenido una tendencia al alza, duplicar la producción en 7 años será costoso y retador.

**Reservas y Producción**

Ecopetrol utiliza aproximadamente 40% de su producción de crudo en el mercado interno de la refinería y el resto lo exporta. En 2012, las reservas de crudo de Colombia continuaron aumentando, después de revertir su tendencia a la baja en 2007; aunque a una menor tasa de crecimiento. Al 31 de diciembre de 2012, las reservas probadas de petróleo y gas convencionales de Colombia totalizaron 1.877 millones de bep, un aumento del

**Exportaciones de Crudo** (% volumen exportado)



Fuente: Ecopetrol S.A.

1,1%, de acuerdo con la metodología de la *Securities and Exchange Commission* de Estados Unidos (SEC).

Durante diciembre de 2013, Ecopetrol anunció a la ANH la viabilidad comercial del bloque Caño Sur Oriental, así como el área Acacias en el Bloque CPO-09. Este último proyecto se desarrolla conjuntamente con la empresa canadiense Talisman Energy Inc. y se espera petróleo original in situ de por lo menos 1,3 millones de barriles, con un factor de recuperación mínimo estimado de 10%. Ecopetrol espera una incorporación inicial de reservas de 35 millones de barriles. Ecopetrol posee el 55% de dichas reservas. El bloque Caño Sur Oriental es 100% propiedad de Ecopetrol y agrega aproximadamente 22 millones de barriles de reservas probadas a la compañía con petróleo estimado in situ de 492 millones de barriles.

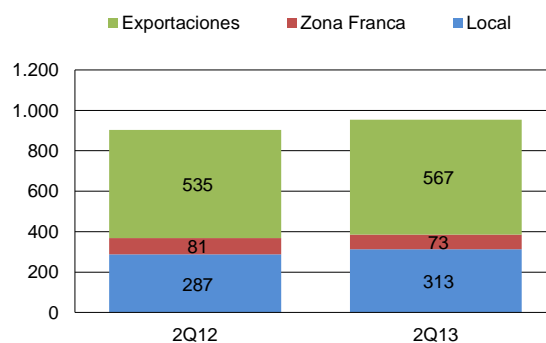
La producción de crudo de Ecopetrol para los primeros nueve meses de 2013, promedió aproximadamente 616 mil bopd (no consolidadas) y fue de aproximadamente 43% crudos ligeros y medianos crudos y gas natural. El resto fue de crudo pesado. En los primeros nueve meses de 2013, el costo de producción por barril disminuyó USD0,13 por barril a USD10,65 por barril, en comparación con el mismo período de 2012 .

La estrategia a corto plazo de la compañía es centrarse en proyectos con niveles de riesgo relativamente bajos. Para proyectos más grandes, de mayor riesgo, Ecopetrol participa en asociaciones, como es el caso de ExxonMobil Corporation y Petróleo Brasileiro S.A. en el bloque Tayrona. Ecopetrol ha participado en procesos licitatorios en Brasil, Perú y en los Estados Unidos. A Ecopetrol, en asociación con otras empresas, le fueron adjudicados varios bloques en esos países. De los USD75.000 millones de inversiones de capital presupuestadas entre 2013-2020, USD18.750 millones se van a dirigir a actividades de exploración, USD45.000 millones a producción, y el resto a refinación y transporte.

### Operaciones Aguas Abajo

La compañía es propietaria de toda la capacidad de refinación de Colombia, que llega a 335.000 bpd entre cuatro refinерías. Las operaciones aguas abajo abarcan las dos principales refinерías del país, con una capacidad instalada combinada de 330.000 bpd, Barrancabermeja (250.000 bpd) y Cartagena (80.000 bpd). En 2012, el rendimiento de las refinерías de Ecopetrol fue de aproximadamente 294.000 bpd. Ecopetrol suministra casi toda la gasolina y el diesel que se demanda localmente. La conversión de los vehículos de servicio público a gas natural, el mayor uso de la gasolina mezclada con etanol, y la reducción general de las subvenciones han contribuido a disminuir la demanda nacional de gasolina; mientras que los sistemas de transporte masivo del país y el precio del diesel subsidiado explican la mayor demanda nacional de diesel. La estrategia de exportación de Ecopetrol apunta a exportar a los mercados más rentables con contratos a mediano plazo, lo que reduce su exposición al mercado *spot*. Las exportaciones de crudo aumentaron en los últimos años con la mezcla Castilla, el crudo más exportado. Las exportaciones de productos refinados disminuyeron, debido al aumento de la demanda nacional de diesel.

**Volumen de Ventas - (000 bopd)**



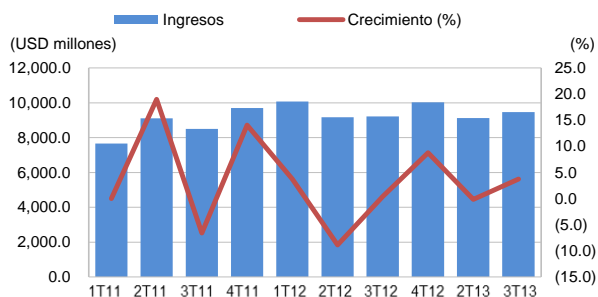
Fuente: Ecopetrol S.A.

Se espera que el Plan de Maestro de Desarrollo de la Refinería de Cartagena, el proyecto más importante para Ecopetrol: aumente la capacidad de refinación a 165.000 bpd (desde 80.000 bpd), aumente la capacidad de conversión a 97% y produzca combustibles de mejor calidad. Adicionalmente, Ecopetrol planea modernizar la refinería de Barrancabermeja, al aumentar su tasa de conversión de 95% desde 76%; lo que resulta en más productos, como gasolina, diesel y crudos pesados. Estos dos proyectos darán a Ecopetrol una ventaja competitiva, puesto que los productos cumplirán requisitos medioambientales más estrictos y aumentarán su rendimiento.

### Tendencias del Negocio

#### Dinámica de Ingresos

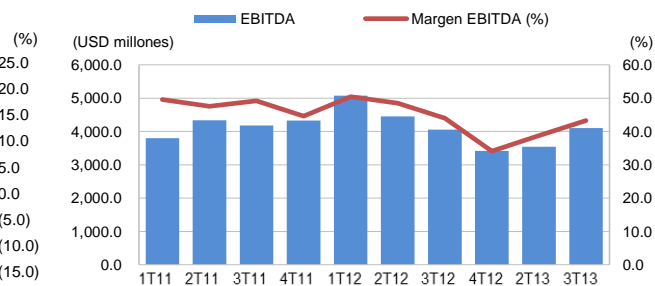
(Septiembre 30, 2013)



Fuente: Ecopetrol S.A.

#### Dinámica de EBITDA

(Septiembre 30, 2013)



Fuente: Ecopetrol S.A.

## Resumen Financiero — Ecopetrol S.A.

(USD millones; cierre de año al 31 de diciembre)

	UDM				
	Sep. 30, 2013	2012	2011	2010	2009
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	14.949	16.897	16.930	9.077	5.342
EBITDAR	14.949	16.897	16.930	9.077	5.342
Margen de EBITDA (%)	40,6	44,2	47,6	41,0	37,8
Margen de EBITDAR (%)	40,6	44,2	47,6	41,0	37,8
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	25,4	26,8	38,7	24,5	15,3
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	23,3	3,3	4,0	0,2	(41,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	22,5	24,3	32,7	22,1	14,5
<b>Coberturas (x)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	40,6	37,3	61,2	85,3	43,8
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	50,9	52,4	75,4	118,1	82,9
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	50,9	52,4	75,4	118,1	82,9
EBITDA/Servicio de Deuda	20,5	10,6	25,9	14,2	19,2
EBITDAR/Servicio de Deuda	20,5	10,6	25,9	14,2	19,2
FGO/Cargos Fijos	40,6	37,3	61,2	85,3	43,8
FFL/Servicio de Deuda	12,2	1,0	2,5	0,2	(20,7)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	23,5	4,3	7,7	3,2	(14,5)
FGO/Inversiones de Capital	(15,6)	2,1	1,6	1,4	0,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Total Ajustada/FGO	1,0	0,6	0,3	0,7	1,1
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,8	0,5	0,3	0,5	0,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	0,8	0,5	0,3	0,5	0,6
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,2	5,3	4,9	2,0	4,1
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Balance</b>					
Total Activos	66.184	64.310	47.602	35.841	27.195
Caja e Inversiones Corrientes	8.280	5.259	3.397	1.942	1.744
Deuda Corto Plazo	434	1.264	429	562	214
Deuda Largo Plazo	11.054	6.475	4.111	4.083	2.797
Deuda Total	11.488	7.739	4.540	4.645	3.011
Total Patrimonio	35.443	38.030	29.374	21.792	16.403
Total Capital Ajustado	46.931	45.769	33.914	26.437	19.414
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	11.647	11.721	13.530	6.480	2.757
Variación del Capital de Trabajo	657	(327)	(1.086)	1.008	1.521
Flujo de Caja Operativo (FCO)	12.304	11.394	12.444	7.488	4.278
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	790	(5.468)	(7.846)	(5.438)	(5.969)
Dividendos	(4.517)	(4.654)	(3.191)	(1.997)	(4.135)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	8.577	1.272	1.406	53	(5.826)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(5.740)	—	(6.793)	(6.835)	(4.190)
Otras Inversiones, Neto	(4.769)	(3.425)	5.231	5.576	7.419
Variación Neta de Deuda	4.204	2.836	(59)	1.455	2.862
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	19
Otros (Inversión y Financiación)	(34)	(39)	1.762	(240)	324
Variación de Caja	2.239	644	1.547	10	608
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	36.824	38.211	35.579	22.114	14.121
Variación de Ventas (%)	(3,6)	7,4	60,9	56,6	(18,0)
EBIT	11.841	13.434	13.902	6.786	3.657
Intereses Financieros Brutos	294	323	225	77	64
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	7.499	8.202	8.361	4.216	2.319

Fuente: Ecopetrol S.A..

Relación con los medios: María Consuelo Pérez; Bogotá. Tel. +57 (1) 326-9999 ext. 1460; E-mail: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Agosto 27, 2013.

Acta Número: 3221

Objeto del Comité: Revisión Periódica.

Definición de la Calificación 'AAA(col)': Especulativa. Representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago oportuno es más vulnerable a cambios económicos adversos.

Definición de la Calificación 'F1+(col)': Especulativa. Representa una capacidad incierta de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo por condiciones económicas



La calificación antes señalada fue solicitada 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

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 afirmó la(s) presente(s) calificación(es)\*: Glauca Calp, Mario Irreño y Julio Ugueto. Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico pueden consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](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 INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA 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 © 2014 por Fitch Ratings, 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.