

# Avianca, S.A.

## Emisión de Bonos Ordinarios Avianca 2009

### Informe de Calificación

Índice	Página
Resumen de la Transacción	1
Factores Clave de las Calificaciones	1
Sensibilidad de las Calificaciones	2
Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información	2
Estructura Financiera y Legal de la Transacción	2
Estado de la Emisión	4
Análisis de Desempeño	5
Tamaño del Pasivo en Relación con Otros Pasivos de Avianca	6
Proyecciones Financieras	6
Riesgo de Contraparte	7

### Calificaciones

Clase	Saldo (COP millones)	Plazo	Tasa Máx.	Calificación	Perspectiva
<b>A</b>	75.000	5 años	IPC+5,5%	PIF	n.a.
<b>B</b>	158.630	7 años	IPC+6,3%	PIF	n.a.
<b>C</b>	266.370	10 años	IPC+6,69%	A+(col)	Negativa
<b>Total</b>	500.000				

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte de mayo de 2017. La emisión se realizó en agosto de 2009. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

PIF: pagado totalmente, siglas en inglés. n.a: no aplica.

### Resumen de la Transacción

Fitch Ratings afirmó la calificación 'A+(col)' a la Emisión de Bonos Ordinarios Avianca 2009, con Perspectiva Negativa.

### Factores Clave de las Calificaciones

**Calidad Crediticia del Originador:** Las calificaciones están altamente relacionadas con la calidad crediticia de Avianca como emisor, puesto que el comportamiento de los flujos que sirven de repago de la emisión dependen del desempeño operativo de la entidad. Es así como el emisor es la contraparte a la que se transfieren los riesgos a los que está expuesto el repago puntual de los bonos. El 17 de marzo de 2017, Fitch afirmó la calificación internacional de largo plazo de Avianca Holdings S.A. (Avianca Holdings) en 'B' y mantuvo la Perspectiva Negativa.

**Puntuación de Evaluación de Negocio en Marcha:** Avianca debe continuar funcionando para que el colateral y el flujo de efectivo puedan ser generados para servir la deuda. Una estructura tradicional de flujos futuros brinda protección legal a los inversionistas de estos flujos de efectivo bursatilizados, siempre y cuando la empresa siga operando. Para capturar este elemento en una transacción de flujos futuros, Fitch utiliza la puntuación GCA (*Going Concern Assessment*) que define el tope máximo de niveles hacia arriba de la calificación de la transacción sobre la calificación de Avianca como emisor.

**Desempeño del Activo Subyacente:** Al primer trimestre de 2017 (1T17), los ingresos provenientes del activo subyacente superaron las estimaciones iniciales realizadas por Avianca. Estos son producto del aumento en la participación de mercado y del efecto consecuente sobre las ventas en los puntos de venta con códigos comprometidos. En escenarios de estrés analizados por Fitch, las coberturas del servicio de la deuda no presentaron cambios significativos frente a revisiones anteriores y estuvieron en niveles acordes con la categoría de la calificación.

**Mejoras Crediticias:** La estructura cuenta con un fondo de liquidez, constituido al inicio de la emisión, equivalente a 15% del saldo insoluto de los bonos. Tal respaldo mejora el riesgo crediticio de la emisión debido a que protege a los tenedores de los bonos ante posibles pérdidas en el activo subyacente. El fondo permanecerá vigente durante toda la vida de la emisión.

**Estructura y Administración de la Transacción:** La prelación de pagos establecida para la emisión y la limitación del reparto de exceso de efectivo son favorables, dados los eventos de incumplimiento y causales de vencimiento anticipado. El cumplimiento de determinados

### Informe Relacionado

Avianca Holdings S.A. (Abril 19, 2017).

### Analistas de Finanzas Estructuradas

Nicolás Torres  
57 1 484-6770 ext. 1170  
[nicolas.torres@fitchratings.com](mailto:nicolas.torres@fitchratings.com)

Gregory Lane  
1 312 606-2304  
[gregory.lane@fitchratings.com](mailto:gregory.lane@fitchratings.com)

### Analistas Corporativos

Jorge Yanes  
57 1 484-6770 ext. 1170  
[jorge.yanes@fitchratings.com](mailto:jorge.yanes@fitchratings.com)

José Vertiz  
57 1 212 908 0641  
[jose.vertiz@fitchratings.com](mailto:jose.vertiz@fitchratings.com)

indicadores de gestión, consignados en el prospecto, permite monitorear continuamente la calidad crediticia de Avianca y tomar acciones tanto oportunas como pertinentes ante la posibilidad de incursionar en la ley 1116/06.

### Sensibilidad de las Calificaciones

**Cambios en la Calidad Crediticia de Avianca:** Un cambio en el perfil crediticio del emisor podría afectar la calificación de los bonos. En ese caso, esta se movería acorde con la de la contraparte.

**Deterioro del Recaudo:** Una reducción considerable en el recaudo de los códigos comprometidos podría afectar el flujo recaudado para atender las obligaciones del patrimonio autónomo y, en consecuencia, generar una exposición mayor al riesgo de incumplimiento.

### Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

#### Criterios Aplicados

El criterio aplicable a esta transacción es la Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas del 26 de mayo de 2017 y la Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros del 12 de agosto de 2015. Dichas metodologías están disponibles en las páginas web de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) y [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co).

#### Simulación

Con el objetivo de verificar el cumplimiento de los pagos por parte del patrimonio autónomo, Fitch realizó varias simulaciones en distintos escenarios con las características definitivas de los títulos. La agencia hizo una verificación para determinar si los flujos de caja estresados y los mecanismos de mejoras crediticias, provistos por la transacción, son suficientes para cubrir el pago oportuno tanto de capital, como de intereses. Para ello, Fitch utilizó un modelo de flujo de caja, el cual es adecuado a la cascada, así como mecanismos de dirección de los pagos, en la forma en que se especificaron en los documentos de la emisión.

#### Suficiencia de la Información

Avianca, como originador, suministró a la agencia información sobre el comportamiento del activo subyacente y del patrimonio autónomo; incluyendo saldo, pagos de interés, amortización de capital y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por la calificadora y, al ser revisada, se encontró que era adecuada para el análisis por realizar.

#### Metodologías Relacionadas

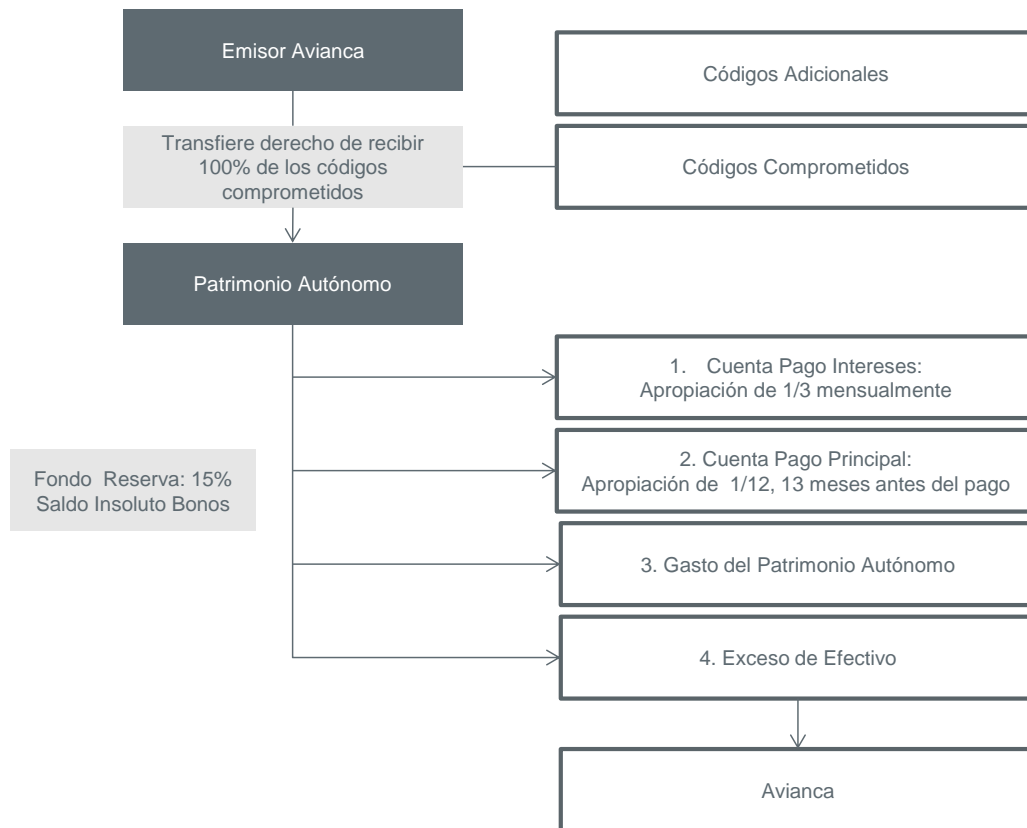
[Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Mayo 26, 2017\).](#)

[Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Agosto 12, 2015\).](#)

### Estructura Financiera y Legal de la Transacción

#### Diagrama de la Estructura

Para ver el detalle de la estructura de la emisión, descripción del activo subyacente y otras generalidades de la transacción, remítase al informe de calificación original público, en la página [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co).



Fuente: Fitch.

### Prelación de Pagos

Con base en la estructura anterior, los recursos que alimentan el patrimonio autónomo son distribuidos de la siguiente manera:

- pago de intereses de los bonos Avianca 2009;
- amortizaciones de capital de los bonos Avianca 2009;
- fondo de restitución de reserva, en caso necesario;
- costos y gastos del patrimonio autónomo;
- devolución de excedentes a Avianca, si fuese el caso.

### Mecanismos de Cobertura

La estructura de la transacción contempla distintos mecanismos de mejoras crediticias. Entre estos se encuentran los siguientes.

- Fondo de Liquidez (Fondo de Reserva): Cuenta con recursos equivalentes a 15% del monto efectivamente colocado en la emisión y su constitución se realizó en el momento de la emisión de los bonos. Los recursos depositados en el fondo de liquidez, que excedan 15% del monto de bonos ordinarios en circulación, serán transferidos a la cuenta de exceso de efectivo, siempre y cuando no se estén incumpliendo las obligaciones.
- Códigos Adicionales a los Códigos Comprometidos: En caso de que el activo subyacente (códigos comprometidos) no sea suficiente para asegurar los niveles de recaudo requeridos por la estructura, Avianca estará obligada a transferir códigos adicionales.
- Coberturas Superiores a 2 veces (x): En caso de que el recaudo del patrimonio autónomo sea inferior a 2x el máximo servicio a los bonos, Avianca deberá ceder códigos adicionales para que el recaudo sea siempre igual o superior al indicador señalado. Con base en lo anterior, Fitch considera que existirían recursos suficientes para la atención oportuna de la deuda.

**Información Importante**

Para establecer una claridad aún mayor, la agencia puede acudir a las opiniones de profesionales expertos en temas legales o tributarios, si fuese necesario. Como Fitch siempre ha especificado, la calificadora no provee consejo legal o tributario, ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento de la transacción o estructura son suficientes para algún propósito específico. La aclaración, al final de este reporte, expresa que el mismo no constituye un consejo legal, tributario o de estructuración por parte de Fitch y no debería ser interpretado como tal. Si los lectores de este reporte requieren de una opinión experta en alguno de estos temas, se les sugiere contactar a un asesor relevante en dicha jurisdicción.

**Estado de la Emisión**

El pago de la deuda se ha realizado trimestralmente y sin ningún contratiempo. Al cierre del 1T17, se hicieron todos los pagos de intereses y se realizó el último pago de capital correspondiente a la serie B en agosto de 2016. A mayo de 2017, la cuenta de apropiación de fondos para pago de capital contaba con recursos líquidos por COP81.132 millones. El próximo pago de capital, y primero de los tres pagos correspondientes a la serie C, está previsto para agosto de 2017, por un total de COP88.790 millones, con lo cual el saldo de la serie C se reduciría a COP177.580 millones. Las apropiaciones para atender estos pagos han sido suficientes y se han hecho de acuerdo con lo estipulado en los términos de la transacción.

El agente de manejo del patrimonio autónomo ha cumplido adecuadamente con la prelación de pago establecida en el prospecto de emisión. Asimismo, los flujos que alimentan esta estructura se han manejado apropiadamente en cada una de las cuentas.

Con corte a mayo de 2017, los recursos que alimentan dicho patrimonio han sido suficientes para la atención de las obligaciones. Como resultado, no ha sido necesario que Avianca transfiera dinero directamente, ni que se incluyan códigos nuevos. En contraste, se han realizado devoluciones de exceso de efectivo al emisor, después de cumplir con todas las apropiaciones y pagos correspondientes a la emisión.

A mayo de 2017, el fondo de reserva contaba con recursos líquidos de aproximadamente COP41.257 millones, lo que representa cerca de 15,48% del saldo vigente de la emisión. Estos recursos se invierten en activos financieros de entidades financieras, que tengan vencimientos menores a un año y cuyos emisores tengan calificaciones de largo plazo 'AA+(col)' o de corto plazo 'F1+(col)', como mínimo.

**Avianca, S.A.**

(COP millones)	A-Recaudo Códigos Comprometidos	B-Apropiaciones Pago Intereses	C-Apropiaciones Pago Capital	D-Apropiaciones Totales	E-Gastos PA	F-DSCR - [(A-E)/D]
May 2016	131.208	3.894	6.636	10.530	621	12,4
Jun 2016	123.939	4.070	6.636	10.706	608	11,5
Jul 2016	111.253	4.070	6.636	10.706	627	10,3
Ago 2016	140.883	4.070	7.354	11.425	1105	12,2
Sep 2016	142.689	3.374	7.354	10.728	733	13,2
Oct 2016	134.191	3.374	7.354	10.728	649	12,4
Nov 2016	142.860	3.374	7.354	10.728	800	13,2
Dic 2016	93.545	2.912	7.354	10.266	639	9,0
Ene 2017	128.492	2.941	7.354	10.295	726	12,4
Feb 2017	134.376	2.912	7.325	10.237	508	13,1
Mar 2017	142.810	2.681	7.354	10.036	347	14,2
Abr 2017	116.582	2.592	7.325	9.917	375	11,7
May 2017	147.187	2.623	7.325	9.948	539	14,7

DSCR: proporción de cobertura de servicio de deudas (siglas en inglés).  
Fuente: Avianca y cálculos de Fitch.

Las coberturas del servicio de las deudas, registradas desde el inicio de la emisión, están en niveles apropiados y acordes con las calificaciones afirmadas. En promedio, los recaudos han cubierto en 12.4x la apropiación mensual de intereses y capital en los últimos 12 meses.

### Análisis de Desempeño

Durante la vida de la emisión, el recaudo de los códigos comprometidos ha registrado un desempeño satisfactorio. Durante los últimos 2 años, el nivel de recaudo aumentó considerablemente, debido a que los ingresos de los códigos comprometidos fueron mayores a los esperados.

Desde junio de 2009, el ingreso efectivo ha superado las estimaciones iniciales realizadas por Avianca. Esta dinámica, que impactó positivamente los ingresos operativos de la empresa, es resultado de una reestructuración en los itinerarios en el mercado local. Asimismo, el mercado presentó un desarrollo considerable en los últimos 5 años y, a la vez, aumentó el número de pasajeros transportados y el uso de canales virtuales para las compras de boletos aéreos.

Al cierre de 2016, 47,6% de las ventas de boletos de Avianca por medio de tarjetas de crédito se realizaron por canales virtuales y, a su vez, 90% de las ventas por canales virtuales se da por el canal web. VISA continúa como la franquicia más usada, con 57% de todas las ventas de boletos aéreos de Avianca realizadas con tarjetas de crédito. En conjunto, estos factores han impactado en el crecimiento en las ventas de los códigos asignados, debido a que los códigos comprometidos provienen únicamente por ingresos de tarjetas de crédito VISA.

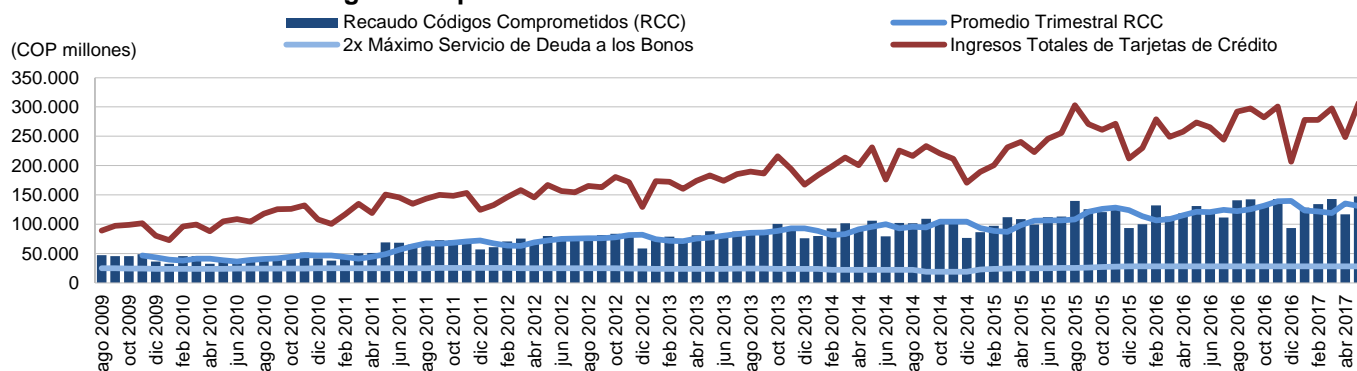
Por lo anterior, no ha sido necesaria la incorporación de códigos adicionales de acuerdo con lo estipulado en el prospecto de emisión. Esto se debe a que el recaudo de los códigos comprometidos ha sido superior a 2x el máximo servicio de deuda de los bonos, en todo momento.

### Recaudo Códigos Comprometidos vs. Ingresos Consolidados Avianca frente a Ingresos Totales Ventas de Tarjetas de Crédito en el Territorio Nacional

	(USD millones)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Recaudo Real de Caja Total (RRCT)	1.630	1.908	2.333	2.467	3.189	3.736	4.092	3.077
	Recaudo Ventas Tarjetas de Crédito	608	674	883	1.040	1.149	1.260	1.051	1.046
<b>Promedio (%)</b>	Recaudo Códigos Comprometidos	181	262	396	495	541	581	483	488
35,25	Ventas Tarjetas de Crédito/RRCT (%)	37,3	35,3	37,8	42,2	36	33,7	25,69	33,99
15,27	Códigos Comprometidos/RRCT (%)	11,1	13,7	17	20,1	17	15,6	11,8	15,85
43,36	Códigos Comprometidos / Ventas Tarjetas Crédito (%)	29,8	38,9	44,8	47,6	47,1	46,1	45,92	46,65

Fuente: Avianca y cálculos de Fitch.

**Recaudo Histórico de Códigos Comprometidos**



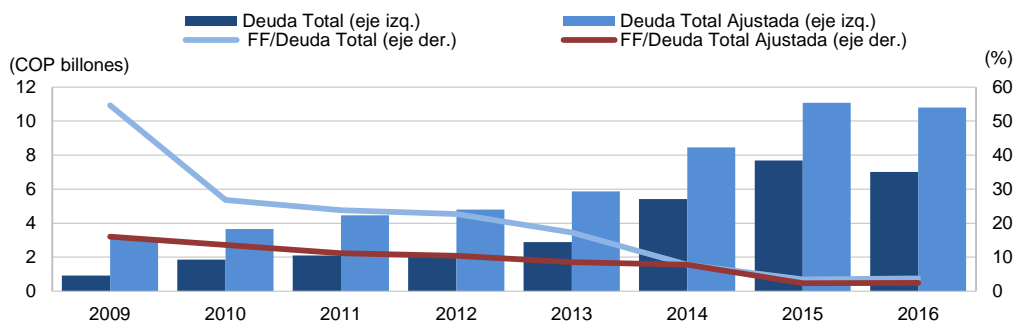
Fuente: Avianca y Fitch.

Sin embargo, Fitch opina que la estabilidad de estos flujos, que sirven de repago de la emisión, estarán altamente correlacionados con el desarrollo operativo de la entidad. Como resultado, la calificación de los bonos estaría estrechamente ligada a la calidad crediticia de Avianca como emisor.

**Tamaño del Programa en Relación con Otros Pasivos de Avianca**

Al evaluar una transacción de flujos futuros, Fitch considera el tamaño relativo del programa frente a los pasivos totales de la compañía. Para diferenciar materialmente la calificación del originador a la de la emisión, es importante que esta última represente solamente una porción limitada de los pasivos totales.

**Emisión de Bonos en Relación con el Total de los Pasivos de Avianca**



Fuente: Avianca y Fitch.

Al cierre de 2016, los bonos Avianca 2009 constituyeron 3,80% (diciembre 2015: 4,56%) de la deuda total y 2,47 % del total de la deuda ajustada (diciembre 2014: 2,81%). Para Fitch, el tamaño relativo del programa frente al endeudamiento de la aerolínea se ajusta a la calificación afirmada.

**Proyecciones Financieras**

Los flujos de caja proyectados se sometieron a diversas tensiones, mediante la sensibilización de variables diferentes que inciden en el comportamiento de los flujos futuros que respaldan la emisión. Entre estas se estresaron indicadores macroeconómicos, ingresos operacionales y tasa de cambio, entre otros. Conforme con los escenarios evaluados, las coberturas del servicio de la deuda resultaron en niveles acordes con la calificación afirmada.



## Riesgo de Contraparte

Como parte de la evaluación de la estructura financiera, Fitch analiza cualquier dependencia en contrapartes. En este caso, la agencia analizó la calidad crediticia de Avianca, dada su responsabilidad como originador de la emisión.

### Avianca

En febrero de 2010, Avianca Holdings fue creado a través la combinación de negocios de Avianca y Grupo TACA, dos compañías aéreas establecidas con operaciones complementarias en la región andina (Colombia, Ecuador y Perú) y Centroamérica (Belice, Guatemala, Costa Rica, Honduras, El Salvador, Nicaragua y Panamá). La compañía es líder del mercado en términos de pasajeros transportados en el mercado interno de Colombia (el tercer mayor mercado doméstico en Latinoamérica) y dentro de Centroamérica.

La calidad crediticia de Avianca como emisor está estrechamente ligada a la calidad crediticia de Avianca Holdings dada su estructura corporativa, fuerte relación con sus subsidiarias (Avianca y Grupo TACA) y a que estas últimas representan la fuente principal de generación de flujo de caja para el *holding*. Los vínculos legales y operativos son significativos entre las dos empresas y se reflejan en la existencia de garantías y cláusulas de incumplimiento cruzadas en relación con la financiación de las adquisiciones de aviones para ambas compañías. Avianca Holdings, Grupo TACA y Avianca Leasing son responsables solidariamente de USD550 millones en notas no garantizadas como coemisores. Avianca Leasing es una subsidiaria de propiedad total constituida bajo las leyes de Delaware.

La calificación de Avianca Holdings refleja las mejoras en la rentabilidad y el apalancamiento durante 2016. La Perspectiva Negativa refleja la opinión de Fitch con respecto a la liquidez de Avianca Holdings, la cual es estable a pesar de la mejora en la rentabilidad. Los vencimientos pendientes de deuda de Avianca Holdings y los niveles de inversiones de capital (capex) programados se consideran altos con respecto a su liquidez y la generación esperada de flujos de fondos libres (FFL) durante 2017-2018.

La calificación también considera la vulnerabilidad de la generación de flujo de caja de la empresa debido a las variaciones del precio del combustible y los riesgos inherentes de la industria aérea, así como la capacidad de la compañía para mantener los márgenes operativos con base en la posición de liderazgo en los mercados en los que opera.

Fitch considera que la liquidez de la compañía es baja. Al 31 de diciembre de 2016, Avianca Holdings tenía efectivo y equivalentes de USD375 millones (USD479 millones al 31 de diciembre 2015) y la compañía no mantiene líneas de crédito comprometidas no utilizadas. La liquidez, medida como efectivo total y equivalentes, representó alrededor de 9,1% de sus ingresos en 2016. La agencia espera que la capacidad de la empresa para generar FFL positivo durante 2017-2018 mejore su posición de liquidez. Los próximos vencimientos de deuda son relativamente altos para la liquidez de la compañía y la generación de FFL esperada durante 2017-2018. Los vencimientos de la deuda durante 2017 y 2018 son USD407 millones y USD385 millones, respectivamente. Fitch espera que Avianca Holdings cubra sus gastos de capital y vencimientos de deuda con una combinación de su propia generación de flujo de efectivo y nuevos préstamos durante 2017-2018. La razón de liquidez, medida como el total de pagos de deuda más niveles netos de capex en efectivo más la generación de FFL durante 2017-2018, se estima en 0,7x.

En 2016, el margen EBIT ajustado de Avianca Holdings aumentó a 7,2% desde 5,7% de 2015. La agencia espera que el margen EBIT para 2017-2018 sea alrededor de 6,8%, impulsado principalmente por el crecimiento continuo de un solo dígito en el tráfico, la estabilización de los rendimientos y los esfuerzos continuos de la compañía para reducir los costos de combustible.

Fitch considera que la capacidad de la compañía para administrar sus rendimientos, evitando el deterioro material, es uno de los factores clave que impulsan su desempeño operacional en 2017. El rendimiento promedio de 2016 de Avianca Holdings cayó 10% en comparación con 2015. Durante 2017, se espera que el ingreso neto de la compañía aumente alrededor de 6%, con un crecimiento de un dígito en el número de pasajeros transportados.

Durante 2016, el apalancamiento financiero bruto ajustado de Avianca Holdings mejoró en comparación con 2015, como resultado de menores niveles de deuda, ya que la compañía pudo reducir la deuda en balance en aproximadamente USD200 millones. Su apalancamiento ajustado bruto, medido por la deuda ajustada total a EBITDAR fue de 6,2x al final de diciembre de 2016 frente a 7,1x a finales de diciembre de 2015. Fitch espera que el indicador de apalancamiento ajustado bruto de la compañía sea alrededor de 6x hacia fines de 2017. La generación de flujo de efectivo de Avianca Holdings, medida por el EBITDAR, fue de USD879 millones durante 2016. La compañía tenía aproximadamente USD5,5 miles de millones en deuda total ajustada a fines de diciembre de 2016. La deuda, al 31 de diciembre de 2016, es de USD3.3 miles de millones de deuda en balance, la mayoría de los cuales está asegurada, y un estimado USD2,2 mil millones de deuda fuera de balance asociada con obligaciones de arrendamiento. Los pagos de alquileres fueron de USD315 millones durante 2016.

Durante 2016, la generación de FFL fue de USD210 millones, resultando en un margen de FFL (FFL a ingresos) de 5,1%. El FFL positivo de 2016 se debió principalmente a su mejor desempeño operacional, a una reducción significativa en el gasto de capital neto y a dividendos más bajos. El cálculo del FFL de 2016 refleja USD418 millones en flujo de caja de operaciones, USD176 millones en capex neto y USD32 millones en dividendos pagados. Avianca Holdings ha ajustado sus niveles netos de capex para 2017-2018 y se espera que gestione su intensidad de capital, medida como la relación capex a ingresos, en el rango del 5% al 2% durante 2017-2018. Fitch espera que la compañía alcance un FFL positivo durante 2017-2018.

*[Para más información véase “Fitch Affirms Avianca Holdings S.A.’s IDRs at ‘B’; Outlook Remains Negative” del 17 de marzo de 2017 disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)].*



**Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".