

OPINIÓN CREDITICIA
13 de marzo de 2018

Actualización

Califique esta Búsqueda >>

CALIFICACIONES

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Domicilio	Colombia
Calificación a largo plazo	Baa2
Tipo	Calificación del Emisor a Largo Plazo - Moneda Extranjera
Perspectiva	Negativa

Por favor lea la [sección de calificaciones](#) al final de este reporte para mayor información. Las calificaciones y la perspectiva mostradas reflejan información a partir de la fecha de publicación.

Contactos

Bernardo Costa +55.11.3043.7353
Vicepresidente y Analista Senior
bernardo.costa@moodys.com

Paco Debonnaire +55.11.3043.7341
Analista
paco.debonnaire@moodys.com

Ursula Cassinero +54.11.5129.2645
Analista Adjunto
ursula.cassinero@moodys.com

Alejandro Olivo +1.212.553.3837
Director Ejecutivo Adjunto
alejandro.olivo@moodys.com

SERVICIOS DE CLIENTE
Américas

1-212-553-1653

Asia Pacífico

852-3551-3077

Japón

81-3-5408-4100

EMEA

(Europa, Oriente Medio y África)

44-20-7772-5454

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.
Moody's cambia la Perspectiva a Negativa

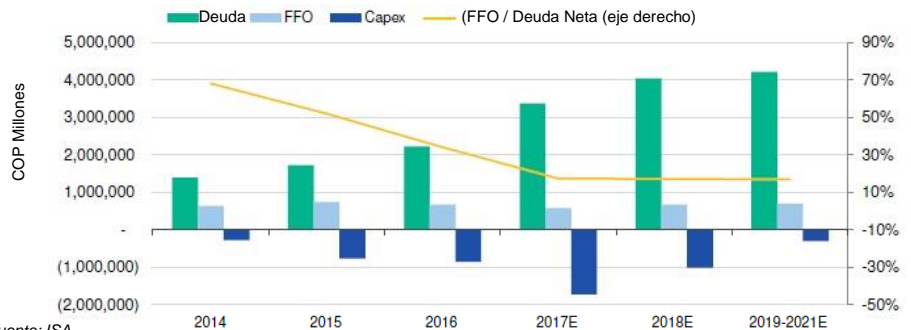
Resumen

El perfil crediticio de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.'s (ISA, Baa2 negativo) refleja su estructura accionaria y los vínculos con el Gobierno de Colombia (Baa2 negativo) como el accionista mayoritario. El crédito considera la Evaluación Crediticia de Base (BCA) de baa2, la cual representa la calidad crediticia independiente e intrínseca de ISA, y un alto grado de dependencia entre la compañía y el soberano como accionista mayoritario.

El BCA refleja la situación de ISA como una sociedad de inversiones operacional, titular directa de la mayor parte de sus activos de transmisión colombianos, operados por su filial Intercolombia bajo un acuerdo de costo más beneficioso. Mientras ISA posee una participación mayoritaria en grandes compañías ubicadas en Brasil, Chile y Perú, el crédito refleja históricamente contribuciones bajas de flujo de efectivo, aunque se espera que los dividendos generados en Perú adquieran mayor importancia en el mediano plazo. Además, refleja que la visión de la calidad crediticia subyacente de las subsidiarias extranjeras es más débil que las operaciones colombianas, ya sea por apalancamiento o riesgos relacionados con el soberano.

Además de buscar localmente un programa de inversión importante, el balance financiero de la sociedad de inversiones sigue apoyando las inversiones extranjeras. El programa capex y la estrategia de financiamiento son más agresivos que antes, con saldos de deuda en la sociedad de inversiones que alcanzan un máximo de COP 4.600.000 millones en 2020, a partir de un balance promedio de COP 1.800.000 en 2014-2016. Se espera un aumento de los flujos de efectivo, pero a un ritmo más lento, situando los indicadores de FFO/Deuda Neta por debajo del 20% en los próximos cinco años, a partir de un promedio del 32% durante 2012-2016. Las métricas siguen siendo proporcionales con categoría "Baa". Sin embargo, el programa capex no está exento de riesgos, sobre todo de retrasos en construcción y sobrecostos.

Gráfico 1
Máximos de Capex en 2017, el programa está conduciendo a un mayor apalancamiento
ISA - Individual



Fuente: ISA

Fortalezas Crediticias

- » Estructura accionaria, en la mayoría de los casos controlada por el soberano colombiano.
- » Posición de liderazgo con una participación sólida en el mercado en un sector estratégico esencial para la economía.
- » Impacto nacional y a gran escala optimizado por una gran experiencia operativa y conocimiento del sector.
- » Estructura de capital ligeramente apalancada (históricamente), con una amortiguación para adaptar la deuda adicional en el corto plazo, la cual apoyará la generación de flujo de efectivo a largo plazo de la compañía.

Desafíos Crediticios

- » Incertidumbre en relación con la revisión de la tarifa vigente.
- » Programa de gastos de capital significativo que expone a la compañía a riesgos de demoras y sobrecostos típicos de los proyectos de construcción.
- » Perspectiva negativa sobre el perfil crediticio del Gobierno de Colombia.

Perspectiva en la Calificación

La perspectiva negativa refleja la importancia de las operaciones colombianas para el perfil consolidado general de la compañía, y la naturaleza altamente regulada del sector de transmisión en el país. Mientras la compañía efectúa operaciones en soberanos con calificación más alta como Perú (A3, estable) y Chile (Aa3, negativo), las operaciones colombianas portan la calidad crediticia más alta. Las operaciones en Brasil (Ba2, negativo) son generadores de flujo de efectivo sólidos, pero están vinculados al soberano y, por lo tanto, percibidos como créditos de calidad crediticia más baja. Además, dada la importancia de las operaciones colombianas de ISA, consideramos que la compañía y el soberano están expuestos a riesgos crediticios comunes, que dependen de una base de ingresos similar.

Factores que podrían conducir a una mejora

Es poco probable que ocurra una presión alcista en la calificación de ISA porque la calificación del soberano del gobierno colombiano es Baa2 con una perspectiva negativa.

Factores que conducen a un descenso

La calificación del emisor de ISA podría experimentar un descenso ante una acción similar a aquella del soberano colombiano. Además, la calificación podría experimentar un descenso si la conclusión del proceso de revisión de tarifas esperado en 2018 causa una reducción significativa de sus niveles de generación de ingresos. Una presión de calificación negativa también podría resultar de un plan capex más agresivo, o si enfrenta demoras importantes o sobrecostos que retrasen la recuperación de las métricas crediticias clave mientras se mantienen las distribuciones de dividendo. Cuantitativamente, las calificaciones de ISA podrían descender en una base independiente y/o consolidada si:

- » FFO a Deuda Neta disminuye por debajo de 15%
- » El índice de Cobertura de Interés desciende a menos de 3.0x
- » Los Flujos de Efectivo Retenidos a Deuda Neta descienden a menos de 4%

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para cualquier información crediticia referida en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en www.moodys.com para acceder a la información de acción de calificación crediticia e historia crediticia más actualizadas.

Indicadores Claves

Gráfico 2

Indicadores Crediticios Claves
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (Individual)

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019-2021E
(FFO + Gasto por Intereses) / Gasto por Intereses	6.92	6.28	3.62	3.46	3.13	2.99
FFO / Deuda Neta	68%	52%	34%	17%	17%	17%
Deuda Neta / Activos Fijos	20%	29%	39%	56%	58%	57%
RCF / Deuda Neta	43%	31%	18%	4%	5%	4%

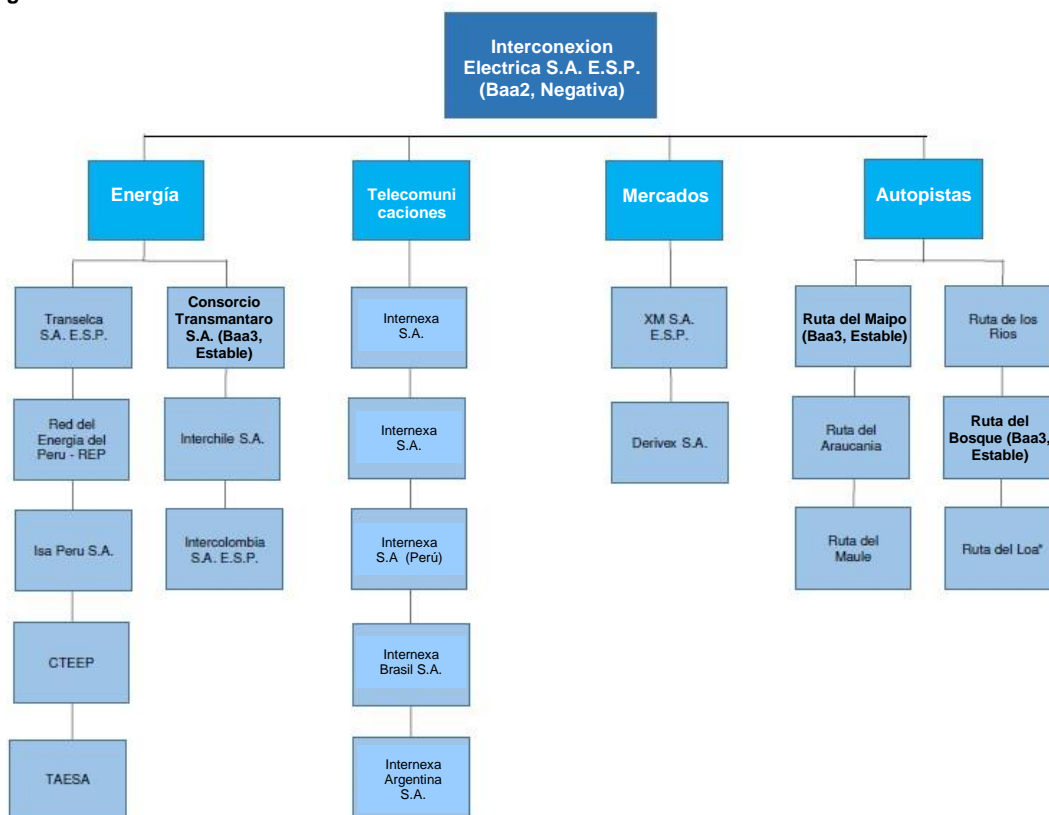
Fuente: ISA, Métricas Financieras de Moody's, Servicio de Inversionistas de Moody's

Perfil

Con sede en Medellín, Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) es la compañía de transmisión eléctrica más grande en Colombia (Baa2 negativa). Como se ilustra en el gráfico abajo, la compañía posee intereses accionarios directos e indirectos en un portafolio de subsidiarias que suministran servicios de transmisión eléctrica, transporte de datos de telecomunicaciones y fibra óptica. Además, las operaciones del grupo incluyen seis autopistas vía Intervial Chile (con titularidad indirecta de ISA en las concesiones que varían entre 75% y 100%).

Gráfico 3

Estructura Organizacional de ISA



* Ruta del Loa es una compañía en el proceso de ser formalmente creada para apoyar el proyecto de autopista recientemente adjudicado en Chile.

El gobierno colombiano es un accionista mayoritario de ISA (51.41% de interés accionario), seguido por Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (10.17%, Baa2 negativo). El balance de 38.42% es mantenido públicamente incluyendo a inversionistas institucionales (23.13%). De manera similar a

otras entidades sometidas a control público, ISA está sujeta a control fiscal bajo la Autoridad General Nacional Contable, y requiere la aprobación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia para incurrir en deuda nueva o proveer garantías.

Consideraciones de Calificación Detalladas

Potencial para el apoyo extraordinario del accionista

El gobierno colombiano no garantiza las obligaciones de la deuda de ISA, y no existe evidencia de que esto pudiese cambiar en el futuro. Sin embargo, creemos que existe una probabilidad "media" de apoyo del gobierno en caso de dificultades por varias razones, incluyendo el interés accionario de 51,41% y la importancia estratégica de las operaciones de la compañía para la economía del país. Nuestro cálculo de dependencia de incumplimiento "alto" refleja el grado significativo al cual Colombia está expuesta a los mismos riesgos como aquellos que afectarían la calidad crediticia de las operaciones nacionales de ISA, y nuestra expectativa de que existe una probabilidad alta de que el gobierno e ISA incumplan simultáneamente debido a factores de riesgo en común.

Los cambios en la Gobernanza Corporativa implementada (ahora 78% de los miembros de la Junta Directiva independiente) reducen aún más el riesgo de interferencia política, un efecto crediticio positivo.

El impacto nacional a gran escala y principal sustenta el perfil de negocio sólido en Colombia

ISA es la principal compañía de transmisión en Colombia, responsable del 70% del mercado general. A partir del final de 2016, las operaciones colombianas de la compañía abarcaron 12.105 de líneas de transmisión y subestaciones responsables para 18.689 MVA. El perfil del negocio es mejorado por la confiabilidad muy alta de su estructura, presentando índices de 99.98%, dado el perfil de ingresos basado en la disponibilidad de sus contratos. Los activos de la compañía se conservan a perpetuidad, y las tarifas están sujetas a revisiones periódicas.

Los proyectos individuales de transmisión operan como monopolios naturales. Sin embargo, la participación en el mercado principal y a gran escala de ISA permite mejorar los márgenes operacionales, especialmente si la red no está ubicada en áreas rurales, ya que los equipos de Operación y Mantenimiento (O&M) pueden monitorear el desempeño de una variedad de activos dentro de un radio específico. Esto sirve para que la compañía mantenga márgenes operacionales de +80% a pesar de un portafolio de crecimiento.

El portafolio de las líneas de transmisión colombianas es gestionado a través de un acuerdo de gestión contractual con la filial Intercolombia de la compañía. Con el objetivo de separar aún más las operaciones de transmisión colombianas de ISA de otros negocios, la gestión real de los activos de transmisión es efectuada por la filial. Los activos siguen siendo propiedad de ISA como una sociedad de inversiones operacional. El acuerdo O&M contractual, que tiene el sello del operador de la red del sistema, XM (otra subsidiaria de ISA), establece un mecanismo de costo más beneficio, donde Intercolombia posee un margen operacional sobre los costos incurridos, con el flujo de efectivo disponible asignado a ISA. Independientemente de que Intercolombia no tenga deuda financiera, el acuerdo contractual mitiga cualquier riesgo de subordinación estructural.

Actualización de procesos de revisión regulatorios

Moody's sigue observando el marco y entorno regulatorios en Colombia como un acreedor de factor crediticio positivo amigable y general. Dicho esto, han existido algunas demoras en los procesos de revisión de tarifas para los activos de transmisión así como dentro de otros segmentos. Las demoras se relacionan con las discusiones en curso y la opinión del mercado sobre resoluciones publicadas por la entidad reguladora, con el objetivo general de mejorar la eficiencia y la transparencia.

No obstante, las incertidumbres siguen relacionándose con el impacto financiero de la propuesta de nuevas metodologías. La publicación final de la metodología para los segmentos de distribución y transmisión sólo es esperada en 2018 con efecto en 2019. Los cambios metodológicos clave se relacionan con la base de activos en transición hacia el método optimizado de valor depreciado desde el valor actual de nuevas sustituciones. También se esperan cambios al costo medio ponderado de capital. En combinación, los resultados de los procesos de revisión de tarifas pueden conducir a una disminución de los ingresos, aunque limitados.

La diversificación internacional apoya el crecimiento a largo plazo

La Estrategia Corporativa 2020 de ISA procura expandir el impacto del grupo en países de la región con marcos regulatorios constructivos. También se enfoca en mejorar la rentabilidad (triplicar los beneficios 2012 por 2020) junto con la consecución de eficiencias de sus negocios principales. Esto incluye la generación de sinergias de acuerdo con los programas significativos de inversión del grupo en Colombia, Brasil, Perú y Chile, así como también, lograr oportunidades de inversión mediante sociedades (particularmente si ISA es la parte controladora).

La calificación de ISA reconoce el tamaño, así como los beneficios de diversificación geográfica y operacional, (particularmente en las carreteras de peaje chilenas) asociados a las operaciones del grupo fuera de Colombia. Estos representaban cerca de 75% del EBITDA consolidado y registrado de ISA para el periodo de nueve meses finalizado en septiembre de 2017. A finales de septiembre de 2017, la contribución relativa de las subsidiarias peruanas y chilenas al Ebitda consolidado estuvo alrededor de 34%, mientras que las operaciones brasileñas representaron alrededor de 43%, aunque distorsionadas por ajustes a los activos de transmisión (RBSE) antes de mayo de 2000 en CTEEP, la subsidiaria brasileña principal, que posee la mayoría de las acciones de transmisión de ISA en Brasil. Se espera que las operaciones brasileñas adquieran importancia de manera consolidada. En el primer semestre de 2017, la compañía compró el 14,9% de las acciones en Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (TAESA, Ba2 estable) por un monto equivalente de USD 309 millones, asegurando el 41,6% de las acciones en el bloque de control. TAESA se ubica entre las compañías de transmisión más grandes de Brasil, con una participación del 19% de los ingresos totales operacionales del mercado, con 11.000 kilómetros de líneas de transmisión.

En junio de 2017, las entidades reguladoras brasileñas aprobaron la revisión de la tarifa de transmisión para el ciclo 2017-2018, la cual incluyó los montos RBSE para la base de activos, después de varias discusiones y disputas judiciales. La compensación total permanece bajo discusión con los reguladores y las asociaciones, pero CTEEP ya ha comenzado a recibir los pagos compensatorios, un factor crediticio positivo.

Gráfico 4

Participación de ingresos consolidados por país
Periodo de 9 meses finalizado en septiembre de 2017, no ajustado para RBSE (Brasil)

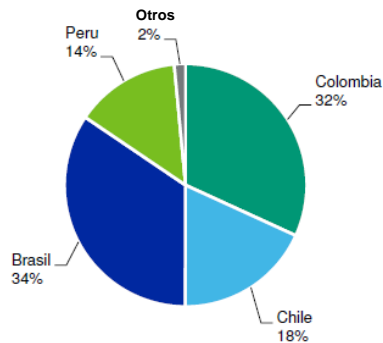
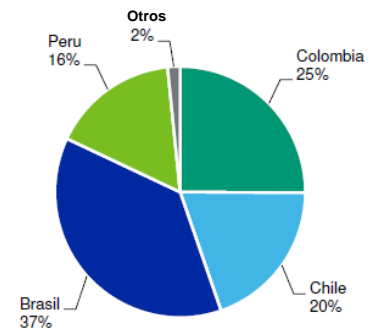


Gráfico 5

Participación de Ebitda consolidado
Periodo de 9 meses finalizado en septiembre de 2017, no ajustado para RBSE (Brasil)



Fuente: ISA

Las inversiones en las subsidiarias internacionales son significativas, pero las contribuciones totales de dividendos para ISA como sociedad de intereses en los últimos tres años han sido limitadas. Sin embargo, se espera que estas contribuciones, en especial de las operaciones peruanas, aumenten y representen +20% de la generación de flujo de efectivo de la sociedad de intereses a partir de 2019. Además, a pesar de un oleoducto importante y actual de nuevos proyectos de transmisión en Colombia, el negocio internacional sirve para sustentar el crecimiento a largo plazo de ISA.

Métricas crediticias clave e individuales seguirán depreciadas hasta 2021

La BCA de ISA asume que registrará métricas crediticias clave e individuales que se mantendrán proporcionales a la categoría de calificación Baa de acuerdo con las directrices proporcionadas bajo la metodología de las Redes Reguladas de Energía y Gas publicadas en marzo 2017. Específicamente, se espera que sus Fondos de Operaciones (FFO) con promedio de tres años para la deuda y el índice de cobertura de intereses excedan 15% y 3.0x, respectivamente. Sin embargo, se espera que el índice de flujo de efectivo retenido para la deuda neta alcance alrededor del 4%, por debajo de los límites 'Baa' de 7%-14%. ISA está comprometida con distribuciones de dividendos que crecen con una tasa de inflación de +3% anualmente, lo cual es un factor crediticio negativo dada la volatilidad en FFO en gran medida a causa del incremento de los gastos financieros debido a la deuda incorporada para financiar el programa capex.

El deterioro de las métricas crediticias clave en contraste con los niveles históricos se relaciona con el punto máximo de su programa capex en 2017 (COP 1.700.000 millones), y el punto máximo del saldo de la deuda de COP 4.500.000 en 2020. Por otro lado, se espera que en 2019 se presente el índice más bajo de FFO/Deuda Neta sobre una base individual, a 15%. Se espera que esta métrica clave devuelva los niveles por encima de 20% en 2021, una vez que los proyectos comiencen operaciones.

Las métricas crediticias clave y consolidadas son sólidas, con las FFO/Deuda Neta proyectadas por encima de 20%, ya en el 2018. Las RCF/Deuda neta también se ubican sobre 20%, reflejando las importantes estructuras de capex y deuda de las subsidiarias brasileñas y chilenas, respectivamente, las cuales no contribuyen con dividendos para la sociedad de intereses. Además, ganamos confort adicional de la prueba de contracción incluida en los

documentos de financiamiento de la compañía que requieren que la deuda neta consolidada a EBITDA continúe por debajo de 4x. Esto fija los límites de la capacidad de ISA para contraer una deuda gradual a falta de cualquier generación de apoyo y adicional de EBITDA, un factor crediticio positivo.

Análisis de la Liquidez

La calificación de ISA está atenuada por su dependencia de los mercados de capital para financiar sus requerimientos de capital y cumplir con los déficits inesperados de efectivo a falta de facilidades crediticias comprometidas. Históricamente, esta debilidad ha sido compensada de alguna manera por los saldos materiales de efectivo de ISA y los valores negociables (sobre una base independiente y consolidada al final de septiembre de 2017: COP 113.247 millones y COP 1.038.092 millones, respectivamente). La calificación también considera el perfil del vencimiento manejable de la deuda con aproximadamente COP 69.486 millones y COP 1.498.384 millones adeudados en los próximos 12 meses sobre una base independiente y consolidada, respectivamente.

Consideraciones estructurales

La póliza de riesgo del tipo de cambio de moneda extranjera procura optimizar la cobertura natural asociada con las operaciones del grupo de modo que el desglose por monedas de la deuda refleje las fuentes de ingresos esperadas. En tal sentido, más del 95% de la deuda independiente y pendiente de ISA está expresada en pesos colombianos con un endeudamiento en dólares, teniendo en cuenta el resto. Sobre una base consolidada, el desajuste más grande se relaciona con el hecho de que el Ebitda brasileño, generado en reales brasileños, representa 44% del EBITDA consolidado total, mientras que la deuda en BRL es sólo del 17%, aunque el impacto de RBSE distorsiona en gran medida la comparación. La deuda total expresada en pesos chilenos es equivalente a 30,1% de la deuda consolidada total, mientras que Chile contribuye con 22% de Ebitda. La deuda total expresada en USD representa 30,8%, reflejando mayormente las operaciones de transmisión peruanas, las cuales generan ingresos expresados en USD, y representan 12% de Ebitda.

Metodología de Calificación y Factores de Puntuación

Evalúamos la BCA de ISA principalmente en relación con la metodología de Redes Eléctricas y de Gas Reguladas de Moody's, publicada en marzo de 2017. Como se ilustra abajo, el emisor ha indicado que la calificación BCA basada en las métricas crediticias para 2018, las cuales son menores que las métricas basadas en diciembre 2016, corresponden a Baa2, la misma calificación de su BCA y la calificación actualmente asignada.

Gráfico 6

Factores de Calificación - Interconexion Electrica S.A. E.S.P. (Individual)		Dic - 16		Moody's para los próximos 12-18 meses Vista A Partir de la Fecha Publicada [3]	
Redes Industriales Eléctricas y de Gas Reguladas [1] [2]		Nivel	Puntuación	Nivel	Puntuación
Factor 1: Entorno Regulatorio y Modelo de Propiedad de Activos (40%)					
a) Estabilidad y Previsibilidad del Régimen Regulatorio		Baa	Baa	Baa	Baa
b) Modelo de Propiedad de Activos		Aa	Aa	Aa	Aa
c) Costo y Recuperación de la Inversión (Capacidad y Oportunidad)		Baa	Baa	Baa	Baa
d) Riesgo de Ingresos		Aa	Aa	Aa	Aa
Factor 2: Escala y Complejidad del Programa de Capital (10%)					
a) Estabilidad y Complejidad del Programa de Capital		B	B	B	B
Factor 3: Póliza Financiera (10%)					
a) Póliza Financiera		Baa	Baa	Baa	Baa
Factor 4: Apalancamiento y Cobertura (40%)					
a) FFO + Interés / Interés (promedio 3 años)		4.8	A	3.4	Baa
b) Deuda Neta / Activos Fijos (promedio 3 años)		29.69%	Aaa	51%	A
c) FFO / Deuda Neta (promedio de 3 años)		44.31%	Aaa	22.83%	A
d) RCF / Deuda (promedio de 3 años)		24.59%	Aa	9.19%	Baa
Calificación					
Calificación Indicada a partir de los Factores de la Red 1-4			Baa1		Baa2
Mejora de Calificación					
a) Calificación Indicada a partir de la Red			Baa1		Baa2
b) Calificación Actual Asignada			Baa2		Baa2

[1] Todas las relaciones se basan en los datos financieros "ajustados" y ajustes estándares globales de Moody's para corporaciones no financieras.

[2] A partir de 12/31/2016

[3] Esto representa una vista hacia adelante, no la vista del emisor, y a menos que se indique en el texto, no incorpora adquisiciones y desinversiones significativas.

Fuente: Moody's Financial Metrics

Calificaciones

Gráfico 7

Categoría	Calificación de Moody's
INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	
Perspectiva	Negativo
Calificación del Emisor	Baa2
RUTA DEL MAIPO SOCIEDAD CONCESIONARIA S.A.	
Perspectiva	Estable
Bks Sénior Asegurada	Baa3
RUTA DEL BOSQUE S.A.	
Perspectiva	Estable
Bks Sénior Asegurada - Moneda Asegurada	Baa3

Fuente: Servicio de Inversionistas de Moody's

© 2018 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente, "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACIÓN ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD PUEDA NO ASUMIR LAS OBLIGACIONES CONTRACTUALES O FINANCIERAS A SU VENCIMIENTO ASÍ COMO CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO ABORDAN OTROS RIESGOS, INCLUYENDO PERO NO LIMITADO: RIESGOS DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DEL PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUYENDO LAS PUBLICACIONES NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PUEDEN ASIMISMO INCLUIR VALORACIONES BASADAS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO DE CRÉDITOS Y OPINIONES RELACIONADAS O COMENTARIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O EN INVERSIONES, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES MOODY'S NO SON NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O TENER CIERTOS VALORES. NINGUNA CALIFICACIÓN CREDITICIA NI UNA PUBLICACIÓN DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR ESPECÍFICO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES CON LA EXPECTACIÓN Y ENTENDIMIENTO QUE CADA INVERSOR HARÁ, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA VALOR QUE SE CONSIDERE PARA SU COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y SUS PUBLICACIONES NO ESTÁN DIRIGIDAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO PARA LOS MINORISTAS QUE USEN ESTAS CALIFICACIONES CREDITICIAS O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S EN SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. SI SE ENCUENTRA EN DUDA, DEBE CONTACTAR CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO A MODO DE EJEMPLO, LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NADA DE DICHA INFORMACIÓN PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA, REPLANTEADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ALMACENADA PARA USO POSTERIOR PARA CUALQUIER PROPÓSITO, EN TODO O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO DEBERÁN SER USADOS POR CUALQUIER PERSONA COMO UNA REFERENCIA CUANDO EL TÉRMINO ES DEFINIDO PARA PROPÓSITOS REGULATORIOS Y NO DEBEN SER USADO DE NINGUNA MANERA DE MODO QUE PUDIERAN SER CONSIDERADOS COMO UNA REFERENCIA.

Toda la información aquí contenida es obtenida por MOODY'S de fuentes correctas y fiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de errores humanos o mecánicos así como por otros factores, toda la información aquí contenida es proporcionada "TAL CUAL ES" sin ningún tipo de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que usa en la asignación de una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que MOODY'S considera fiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditores y no puede en todas las instancias verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o en la preparación de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes los permitan, MOODY'S y sus consejeros, directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida indirecta, especial, consecencial o incidental o cualesquiera daños que deriven de o en relación con la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para utilizar dicha información, incluso si MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores es informado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o potenciales o (b) cualquier pérdida o daño que derive donde el instrumento financiero correspondiente no sea el sujeto de una calificación crediticia específica por MOODY'S.

Hasta el límite permitido por la ley, MOODY'S y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad por cualquier pérdida directa o compensatoria o daños causados a cualquier persona o entidad, incluyendo pero no limitado a por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, mala conducta deliberada o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar cualquier duda, por ley no puede ser excluida) en parte de, o cualquier contingencia en el ámbito o fuera del control de MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores que proceda de o en relación a la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para el uso de dicha información.

NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, EN CUANTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, PLENITUD, COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA CUALQUIER USO ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN ES OTORGADA O LLEVADA A CABO POR MOODY'S EN CUALESQUIERA FORMAS.

Moody's Investors Service, Inc, agencia de calificación crediticia, propiedad en su totalidad de Moody's Corporation ("MCO"), aquí expone que la mayoría de los emisores de valores de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, obligaciones, notas y pagarés) y capital preferente valorado por Moody's Investors Service, Inc. tienen, previo a la asignación de cualquier rating, acordado pagar a Moody's Investors Service, Inc. por los servicios de valoración y calificación prestados por sus honorarios entre 1.500\$ y 2.500.000\$ aproximadamente. MCO y MIS asimismo mantienen políticas y procedimientos dirigidos a la independencia de los ratings de MIS y procedimientos de calificación. La información sobre ciertas afiliaciones que puedan existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y asimismo tienen presentado al SEC una participación accionarial de más del 5%, se publica anualmente en www.moody.com bajo el título "Relaciones de Inversores -- Gobierno Corporativo-- Política de afiliación de directores y socios".

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no se cualificará para ciertos tipos de tratamiento en virtud de leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del FSA Comisionado (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y aproximadamente los JPY350.000.000.

MJKK y MSFJ asimismo mantienen políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

SERVICIOS DE CLIENTE

Américas	1-212-553-1653
Asia Pacífico	852-3551-3077
Japón	81-3-5408-4100
EMEA (Europa, Oriente Medio y África)	44-20-7772-5454

