

Valores Mexicanos Casa de Bolsa, S.A. de C.V.

Factores Clave de Calificación

Franquicia Reconocida y Trayectoria Extensa: Las calificaciones de Valores Mexicanos Casa de Bolsa, S.A. de C.V. (Valmex) están influenciadas altamente por una franquicia reconocida y con trayectoria extensa en el sector de casas de bolsa en México, aunque de tamaño moderado. Esta le ha permitido desarrollar progresivamente alianzas estratégicas con administradores de inversiones internacionales para la consolidación de su estrategia hacia una base de ingresos más estable y creciente, proveniente de la administración de recursos de terceros.

Modelo de Negocio Menos Diversificado: El modelo de negocio de Valmex está menos diversificado que el de sus pares, aunque ha consolidado en los últimos dos años su estrategia hacia las líneas de negocios de fondos de inversión y administración y custodia, mismas que representaron 67% del total de ingresos operacionales al cierre de junio de 2020.

Rentabilidad Relativamente Buena: En los últimos dos años y el primer semestre de 2020 (1S20), Valmex exhibió una tendencia creciente en sus niveles de rentabilidad, con un indicador de utilidad operativa sobre capital promedio de 15.2%, superior a 12.3% del cierre de 2019. Bajo el criterio como administrador de inversiones, la métrica de EBITDA ajustado a ingresos por comisiones por administración de inversiones resultó en un sólido 412.9% al 1S20.

Indicadores de Apalancamiento y Capital Razonables: Los niveles de apalancamiento son razonables. Al 1S20, registró una métrica de apalancamiento ajustado neto de 2.5 veces (x), inferior a la de cierre de 2019 de 4.0x. Al indicador de deuda bruta a EBITDA ajustado le favorece que Valmex no posee deuda financiera, por lo que este es de cero.

Perfil de Liquidez Adecuado: Los niveles de liquidez son adecuados y Valmex mantuvo un indicador de activos líquidos sobre fondeo de corto plazo mayor al 100% en los últimos cuatro años y al 1S19. Por su parte, el EBITDA ajustado cubría 1.1x los gastos por interés al cierre de junio de 2020, nivel que Fitch Ratings considera acotado de acuerdo a su metodología para administradores de inversiones.

Base de Activos Bajo Administración Volátil: Valmex mostró volatilidad en la base de activos bajo administración en los tres últimos años. Sin embargo, a partir de 2019 y el 1S20, ha logrado flujos de recursos moderadamente incrementales, al registrar en dichos períodos un aumento en los activos bajo administración de 2.8% y 6.5%, respectivamente, en comparación con la disminución de 10.1% de 2018.

Sensibilidades de Calificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja: Las calificaciones podrían bajar si Valmex no logra mantener una generación constante e incremental en los ingresos por comisiones, dado su enfoque en la administración de inversiones, los cuales contrarresten la volatilidad de ingresos de la línea de mercado de dinero de forma consistente y se reflejen en un indicador de utilidad operativa a capital promedio consistentemente menor de 10%. Un indicador de capital regulatorio (ICAP) menor de 22% de forma sostenida también impactaría negativamente las calificaciones.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza: Fitch considera que, debido al sector en que Valmex opera y bajo sus criterios actuales de calificación para casas de bolsa y administradores de inversiones, el alza en sus calificaciones estaría limitada en el corto y mediano plazo. Sin embargo, un alza en las

Calificaciones

Escala Nacional

Emisor, Nacional de Largo Plazo AA(mex)
Emisor, Nacional de Corto Plazo F1+(mex)

Perspectivas

Emisor, Nacional de Largo Plazo Estable

Metodologías Aplicables

Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias (Septiembre 2019)

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Agosto 2018)

Publicaciones Relacionadas

[Perspectiva del Sector IFNB en Latam Revisada a Negativa por Influencia de Coronavirus \(Marzo 2020\)](#)

[Perspectiva de Fitch Ratings 2020: Instituciones Financieras No Bancarias de Latinoamérica \(Diciembre 2019\)](#)

Analistas

Bertha Patricia Cantú Leal
+52 81 4161 7028
bertha.cantu@fitchratings.com

Bertha Pérez Wilson
+52 81 4161 7061
bertha.perez@fitchratings.com

calificaciones podría ocurrir en el largo plazo como resultado de una mejora sustancial en su franquicia y posición competitiva, junto con indicadores de rentabilidad sostenidos y superiores a 15%, así como una posición absoluta y relativa de capital mayor.

Cambios Relevantes

Entorno Operativo

Acorde a la “Metodología de Calificación de Bancos” y la “Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias” de Fitch, las métricas clave utilizadas para determinar el entorno operativo del país son el PIB per cápita y el índice de facilidad para hacer negocios del Banco Mundial, los cuales son de USD9.5 mil y 68.8%, respectivamente. Fitch incorpora el nivel y el crecimiento del crédito en la evaluación del entorno operativo como un factor positivo, ya que la agencia cree que el nivel crediticio bajo respecto al PIB podría compensar los riesgos de un crecimiento crediticio alto.

Si bien las últimas implicaciones económicas y financieras para el mercado relacionadas con la pandemia de coronavirus no están claras, Fitch considera que el entorno operativo ya deteriorado y desafiante está claramente sesgado a la baja. Lo anterior ha llevado el ajuste de la agencia al punto medio de la evaluación del entorno operativo, a ‘bb+’ desde ‘bbb-’, con una tendencia negativa, la cual refleja las condiciones macroeconómicas actuales desafiantes y la falta de incentivos fiscales considerables para apoyar a las empresas y los consumidores en México. Esto, aunado a las medidas de distanciamiento social, continuará reduciendo la actividad económica y afectará el perfil crediticio de las instituciones financieras mexicanas.

México se ha caracterizado por su indicador de crédito al PIB en un nivel menor en comparación con el de otros países de mercados emergentes. Según la última actualización en la base de datos de Fitch “Sovereign Data Comparator”, el indicador de crédito a PIB fue de 36.9% a diciembre de 2019. La penetración financiera baja ha permitido que los bancos crezcan incluso en condiciones económicas estresadas. Fitch cree que el desafío principal para el sistema financiero mexicano es aumentar la inclusión financiera en un entorno operativo con riesgos mayores.

Fitch señala que la baja inclusión financiera en el país no es particular en el segmento del crédito, sino en todos los segmentos financieros. Asimismo, un aumento del crédito tiene un efecto multiplicador en el sistema financiero y el sector bursátil.

Calificación Soberana

Fitch bajó las calificaciones de largo plazo en moneda local y moneda extranjera de México a ‘BBB-’ desde ‘BBB’ con Perspectiva Estable el 15 de abril de 2020 y las afirmó con Perspectiva Estable el 11 de noviembre de 2020. La calificación de México está respaldada por un marco de política macroeconómica consistente, así como por finanzas externas relativamente estables y robustas. Fitch proyecta que el indicador de deuda pública a PIB se estabilizará en niveles alineados con la mediana de los países calificados en la categoría BBB. Las calificaciones están limitadas por una gobernanza relativamente débil y un desempeño modesto del crecimiento a largo plazo. México registrará uno de los déficits fiscales más bajos de 2020 en la categoría BBB. Fitch espera que los índices de deuda pública continúen siendo más altos que antes de la crisis en el futuro previsible, pero que la administración mantenga una postura fiscal estricta y probablemente implemente una reforma tributaria en 2022, lo cual limitaría los riesgos para el perfil crediticio del deterioro de las finanzas públicas y respaldaría la Perspectiva Estable.

Estrés Macroeconómico

Fitch espera una contracción económica de 8.9% en 2020, un crecimiento de 4.0% para 2021 y una desaceleración a 2.5% para 2022, en la medida en que la brecha de producción continúe cerrándose. Una nueva escalada de la propagación del coronavirus es un riesgo incremental para las proyecciones de crecimiento, pero las noticias positivas recientes sobre la eficacia de la vacuna podrían representar una reducción del riesgo. Aunque Fitch espera que la inversión se recupere en 2020, lo hará desde un nivel bajo. Además, persisten las preocupaciones sobre el crecimiento potencial.

Enfoque Metodológico Combinado para Casas de Bolsa y Administradores de Inversiones

En el análisis del perfil financiero de la casa de bolsa, Fitch incorporó un enfoque combinado de la “Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias” para los sectores de casas de bolsa y de administradores de inversiones. La agencia considera que las métricas de rentabilidad y apalancamiento, bajo el criterio de administrador de inversiones, son sólidas y complementan la visión de Fitch sobre la disminución de los riesgos inmediatos para una baja de calificación.

Resumen de la Compañía y Factores de Evaluación Cualitativa

Perfil de la Compañía

Fitch considera que, si bien Valmex exhibe un tamaño moderado dentro del segmento de casas de bolsa, su franquicia es reconocida debido a la trayectoria extensa y su pertenencia a un grupo con un historial extenso en México como Grupo Bal. Este último tiene una trayectoria vasta en México y posee varias compañías con experiencia amplia en distintos sectores económicos. Dicho reconocimiento se observa en las diferentes alianzas estratégicas que la casa de bolsa ha establecido con varios administradores de activos internacionales, a efecto de robustecer la gama de productos para sus segmentos institucional, patrimonial y fondos de inversión, mediante fondos especializados.

Desde hace dos años, el modelo de negocio de la casa de bolsa se orienta en gran medida a la administración de activos de terceros mediante la administración y custodia de valores y el diseño de fondos especializados para sus segmentos institucionales y patrimoniales, así como a la distribución de los fondos de inversión de la operadora. Con ello, Valmex ha reorientado su estrategia hacia la generación de ingresos más estables mediante el cobro de comisiones.

Lo anterior se ha reflejado en la reducción en el monto de la posición propia, misma que está representada actualmente por valores de mercado de dinero, con 11% del total de ingresos al 1S20. Un porcentaje significativo de los ingresos corresponde a líneas de negocio orientadas a comisiones, tales como fondos de inversión y la administración y custodia, mismas que representaron en conjunto 66.9% del total de ingresos al 1S20. El mercado de dinero correspondió a 30.5%.

Fitch considera que el cambio de estrategia hacia la administración de recursos de clientes podrá reflejarse en el futuro en una mayor estabilidad en los ingresos de la casa de bolsa. Por otro lado, en opinión de Fitch, la estructura organizacional de la casa de bolsa es simple y visible, por lo que no afecta las calificaciones.

Administración y Estrategia

Fitch considera que la administración continúa siendo buena, debido a que sus principales funcionarios poseen un historial extenso en el sector. En opinión de Fitch, la entidad mantiene cierto grado de riesgo de persona clave por la concentración de accionistas en una sola familia controladora, situación común en este tipo de entidades. No obstante, dicho riesgo está mitigado por la integración buena de los comités, considerando que miembros independientes participan en algunos.

El gobierno corporativo de Valmex está alineado con los estándares del sector y es robusto. En la conformación del Consejo de Administración, 29% son miembros independientes. Derivado del entorno adverso a causa de la contingencia por el coronavirus, la entidad conformó el Comité de Crisis, que realiza sesiones diarias para la revisión del entorno y las acciones a implementar para afrontarlo. Fitch considera que las transacciones con partes relacionadas no representan riesgos, ya que son a través de ingresos y gastos por los servicios recibidos y prestados entre las distintas entidades del grupo y no operaciones de crédito entre las entidades.

En opinión de la agencia, los objetivos de Valmex son razonables y claros, orientados hacia el mediano plazo y al crecimiento en los segmentos de administración de cuentas de terceros. El objetivo principal es el crecimiento continuo en la captación de clientes patrimoniales e institucionales y el reforzamiento continuo de la cultura colaborativa para la consecución de sus metas orientadas en los clientes. Asimismo, la entidad tiene el objetivo de incrementar las

alianzas estratégicas con distintos administradores de activos internacionales, a efecto de robustecer la oferta de productos especializados.

Fitch considera que Valmex ha demostrado una ejecución buena de su plan estratégico, ya que ha logrado incrementar los ingresos provenientes tanto de fondos de inversión como de la administración y custodia de cuentas de terceros. Con ello, ha disminuido la exposición por posición propia, que resultó en un incremento constante en su rentabilidad y en una base de ingresos relativamente más estable. En opinión de Fitch, la casa de bolsa enfrenta el reto de mantener la tendencia de robustecimiento en su rentabilidad ante el entorno retador que prevalece en el mercado.

Apetito de Riesgo

Fitch considera que Valmex posee una administración integral de riesgos robusta, sustentada en distintos órganos de decisión y procesos detallados. La casa de bolsa no presentó cambios en los límites de riesgos en los últimos 12 meses a junio de 2020. Los cambios metodológicos se han orientado a afinar la evaluación del riesgo de crédito, al desarrollar una metodología para las líneas de crédito en conjunto con el dictamen corporativo de las contrapartes por parte de Grupo Bal. La entidad desarrolló una metodología con base en la pérdida esperada.

En 2018, la casa de bolsa exhibió una disminución de capital (45% con respecto al cierre de 2017), derivada del cambio de estrategia principalmente hacia la administración de cuentas de terceros, lo que se reflejó en una reducción en los activos totales como resultado de la disminución en el monto de la posición propia. Si bien presentó al cierre de 2019 un incremento significativo en sus activos totales de 82% en relación con los de la misma fecha de 2018, mostró al cierre del 1S20 una disminución de 7.7% con respecto al total a junio de 2019. Sin embargo, los ingresos totales en dicho período mostraron un incremento significativo de 31.9%.

Al considerar cifras de la CNBV, el sector de casas de bolsa mostró en el período de marzo de 2019 a marzo de 2020 un incremento en activos totales de 22.1% y una disminución en operaciones en custodia de 0.9%. En comparación, Valmex registró aumentos de 63% y 8.5%, respectivamente.

La principal herramienta para el seguimiento y control de riesgo de mercado, al igual que en el sector, es el valor en riesgo (VaR; *value-at-risk*). La estrategia conservadora de la casa de bolsa ha resultado en un consumo bajo con respecto a los límites establecidos, ya que el indicador resultó al cierre de junio de 2020 en 0.7% del capital global (MXN730 millones) para el VaR con un nivel de confianza de 97.5% (límite 5%). No obstante, la entidad exhibió un exceso en el VaR de capitales por el incremento del precio de la acción de la Bolsa Mexicana de Valores, para lo cual tomó la decisión ejecutiva de mantener el exceso, ya que no desea vender dicha acción. Dicho exceso se reflejó en un indicador de VaR de 5.8% del capital global, frente al límite de 5%. Adicional al VaR, Valmex utiliza medidas de sensibilidad y retrospectivas (*backtesting*) para el monitoreo de este riesgo.

En relación con el riesgo cambiario, al cierre de junio de 2020, la exposición cambiaria fue de 2.8% del capital global. Resultó cercana a la de junio de 2019 de 2.6% y muy por debajo del límite regulatorio de 15% del capital global.

Fitch considera que el seguimiento y control del riesgo operativo de la entidad es razonable, ya que todos sus procedimientos están detallados en el manual para la administración integral de riesgos y la guía técnica para el riesgo operacional.

Indicadores Financieros Clave

Calidad de Activos

Valmex posee una política de inversión conservadora, orientada principalmente a valores gubernamentales y bancarios de calidad crediticia muy alta. Asimismo, la calidad de los subyacentes de las operaciones de reporto es alta, ya que son fundamentalmente instrumentos gubernamentales y bancarios con calificaciones crediticias altas. Fitch considera que el riesgo de contraparte es bajo, debido a que la casa de bolsa posee un listado extenso de instituciones y la mayor parte de sus operaciones son con contrapartes de calidad alta.

A partir de 2019 y el 1S20, Valmex ha logrado flujos más estables de activos bajo administración, al registrar en dichos períodos incrementos de 2.8% y 6.5%, respectivamente.

Fitch estima que, conforme la entidad consolide su estrategia de administración de recursos de terceros, la base de activos podría presentar una estabilidad mayor.

Ganancias y Rentabilidad

Si bien el sector ha enfrentado un entorno adverso desde 2019 y en 2020 por efecto de la contingencia por el coronavirus, Valmex ha mostrado en los últimos dos años y al cierre de junio de 2020 una tendencia creciente en sus niveles de rentabilidad y una métrica robusta de EBITDA ajustado a ingresos por comisiones por administración de inversiones. Fitch observa que la rentabilidad de la casa de bolsa se ha beneficiado de una base de ingresos más estable, orientada hacia la administración de activos de terceros y custodia, así como a la distribución de fondos de inversión, mismos que representaron 67% del total de ingresos de operación al cierre de junio de 2020. En relación con los niveles de eficiencia, Valmex no ha mostrado variaciones significativas en el indicador de gastos operativos sobre ingresos totales. Al 1S20, presentó un indicador de 93.1%, ligeramente inferior al registrado al cierre de 2019 de 95.1%.

Capitalización y Apalancamiento

Fitch considera que Valmex ha mostrado niveles de apalancamiento razonables. Al 1S20, registró una métrica de apalancamiento ajustado neto de 2.5x, inferior al del cierre de 2019 de 4.0x. Asimismo, el indicador de deuda bruta a EBITDA ajustado se ve favorecido porque Valmex no posee deuda financiera, por lo que este es de cero.

Los niveles de capitalización regulatorios (ICAP), medidos como capital a activos ponderados por riesgos (APR), se redujeron de forma gradual debido al reenfoque de su estrategia de posición propia hacia tener un porcentaje en organismos multilaterales que, para efectos de los APR, computan como corporativos y con una ponderación mayor en el cálculo. Valmex registró al 1S20 un ICAP de 22.1%, inferior al de 25.8% del mismo período de 2019. Fitch considera que el ICAP permanece en un nivel razonable, al contemplar los riesgos que asume la casa de bolsa y la estrategia de inversión conservadora. El tamaño modesto del capital se compensa con los riesgos bajos que presenta en su modelo de negocio y estrategia, en comparación con otras casas de bolsa con capital mayor.

Valmex realiza de forma periódica pagos de dividendos, aunque el pago durante el 1S20 fue por un monto menor que el de años anteriores, por MXN20 millones (1S19: MXN68.4 millones). Asimismo, durante el segundo semestre de 2020, la entidad planea realizar un pago por un monto similar al del 1S20.

Fondeo y Liquidez

Fitch considera que la casa de bolsa exhibe niveles buenos de liquidez. En los últimos cuatro años y al 1S20, su indicador de activos líquidos sobre fondeo de corto plazo fue mayor de 100% y dicho fondeo proviene exclusivamente de operaciones de reporto (90% del total del pasivo al 1S20). Al 1S20, Valmex registró un indicador de 117%. Aunque estas operaciones son sensibles a las condiciones cambiantes de mercado, Valmex cuenta con herramientas y políticas que le permiten un control bueno de los riesgos asociados. La casa de bolsa posee líneas de fondeo para liquidez tanto en moneda local como en dólares, las cuales son suficientes para sus operaciones y con distintos bancos comerciales.

Por su parte el EBITDA ajustado cubría 1.1x los gastos por interés de la casa de bolsa al cierre de junio de 2020. Si bien este indicador es relativamente acotado, es resultado de los gastos por intereses de las operaciones de reporto y no de algún pasivo financiero con costo.

Estado de Resultados

	30 jun 2020		31 dic 2019	31 dic 2018	31 dic 2017
	6 meses - Interino USD mill.	6 meses - Interino MXN mill.	Cierre de año MXN mill. Auditado - Sin Salvedades	Cierre de año MXN mill. Auditado - Sin Salvedades	Cierre de año MXN mill. Auditado - Sin Salvedades
Ingresos Netos	10	227.0	403.0	400.0	410.0
Utilidad Operativa	2	54.0	86.0	84.0	113.0
Utilidad antes de Impuestos	2	54.0	86.0	84.0	113.0
Utilidad Neta	2	41.0	62.0	81.0	98.0
Tipo de cambio	USD1 = MXN23.0893		USD1 = MXN18.8727	USD1 = MXN19.5878	USD1 = MXN19.6629

n.a. - No aplica.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Balance General

	30 jun 2020		31 dic 2019		31 dic 2018		31 dic 2017		
	6 meses – Interino USD mill.	6 meses – Interino MXN mill.	Como % de Activos	Cierre de año MXN mill.	Como % de Activos	Cierre de año MXN mill.	Como % de Activos	Cierre de año MXN mill.	Como % de Activos
Activos									
Total de Inventario	30	687.0	5.5	777.0	6.7	626.0	9.8	831.0	7.0
Total de Cuentas por Cobrar	0	0.0	0	0.0	0	n.a.	n.a.	12.0	0.1
Total de Activos	542	12,506.0	100.0	11,637.0	100.0	6,382.0	100.0	11,898.0	100.0
Pasivos y Patrimonio									
Deuda y Obligaciones de Corto Plazo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Depósitos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total de Otro Fondeo	510	11,777.0	94.2	10,933.0	94.0	5,692.0	89.2	10,651.0	89.5
Deuda de Largo Plazo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total de Patrimonio	32	729.0	5.8	704.0	6.0	690.0	10.8	1,247.0	10.5
Total de Pasivo y Patrimonio	542	12,506.0	100.0	11,637.0	100.0	6,382.0	100.0	11,898.0	100.0
Tipo de cambio		USD1 = MXN23.0893		USD1 = MXN18.8727		USD1 = MXN19.5878		USD1 = MXN19.6629	

n.a. – No aplica.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Resumen Analítico

	30 jun 2020 6 meses - Interino	31 dic 2019 Cierre de año	31 dic 2018 Cierre de año	31 dic 2017 Cierre de año
Préstamos Vencidos Menos Reservas para Pérdidas Crediticias/ Patrimonio Tangible	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Valor en Riesgo Promedio/Patrimonio Tangible	0.1	0.1	0.2	0.6
Valor en Riesgo Alto (a un día al 99% de confianza)/Capital Base según Fitch (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Valor en Riesgo Estresado por Fitch (a un día al 99% de confianza)/Capital Base según Fitch (%)	0.7	0.4	0.6	2.9
Valor en Riesgo Promedio (a un día al 99% de confianza, excluyendo diversificaciones)/Capital Base según Fitch (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ingresos por Transacciones Principales ^a /Ingresos Totales (%)	-5.9	-9.1	-19.3	-5.6
EBITDA/Ingresos (%)	78.2	82.3	79.8	86.0
Utilidad Operativa/Patrimonio Promedio (%)	15.2	12.3	8.7	9.2
Gastos Operativos/Ingresos Totales (%)	93.1	95.1	94.5	94.6
Compensación/Ingresos Netos (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA Ajustado/Ingresos Brutos (%)	77.9	82.4	79.0	85.6
ROAA (%)	0.6	0.7	0.9	0.6
ROAE (%)	12.0	8.9	8.4	8.0
Comisiones/Ingresos Brutos (%)	11.4	7.9	7.6	5.4
Apalancamiento Ajustado	2.5	4.0	3.0	3.0
Deuda Bruta/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Activos/Patrimonio (x)	17.2	16.5	9.3	9.5
Apalancamiento Tangible Bruto	17.6	16.8	9.4	9.6
Deuda Bruta (Valor en Libros)/EBITDA Ajustado (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Indicador de Capital Total (%)	22.1	21.6	44.3	38.3
Deuda Total/Patrimonio (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Activos Líquidos/Fondeo de Corto Plazo (%)	117.0	131.8	148.4	154.2
Fondeo de Largo Plazo/Activos Ilíquidos (%)	751.6	809.2	821.4	779.4
EBITDA Ajustado/Gasto por Intereses (x)	1.1	1.1	1.1	1.1

^a Ingresos por Transacciones Principales son los ingresos resultantes de la utilidad y pérdida por compra venta de divisas y valores. n.a. - No aplica.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

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. 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 LÍDER 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 © 2020 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 afirma 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 USD 1,000 a USD 750,000 (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 USD 10,000 y USD 1,500,000 (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".