# Parallax Valores Puesto de Bolsa, S.A.

Parval

Informe de Calificación

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
27/08/2015 4:25 PM r.graciano
41647

## Calificaciones

**Nacionales de Emisor**

| | |
|---|---|
| Calificación de Largo Plazo | BBB(dom) |
| Calificación de Corto Plazo | F3(dom) |

**Perspectiva**

| | |
|---|---|
| Nacional de Largo Plazo | Estable |

**Nacionales de Emisión**

| | |
|---|---|
| Bonos Ordinarios | BBB(dom) |

**Características de Emisiones de Deuda**

| | |
|---|---|
| Tipo de Instrumento | Bonos Corporativos |
| Monto | DOP500 millones |
| Año | 2013 |
| Vencimiento | 2016 |
| N° Registro | SIVEM-072 |

| | |
|---|---|
| Tipo de Instrumento | Bonos Corporativos |
| Monto | DOP500 millones |
| Año | 2014 |
| Vencimiento | 2017 |
| N° Registro | SIVEM-080 |

| | |
|---|---|
| Tipo de Instrumento | Bonos Corporativos |
| Monto | DOP900 millones |
| Año | 2015 |
| Vencimiento | 2020 |
| N° Registro | SIVEM-090 |

## Resumen Financiero

**Parval**

| DOP millones | 30 jun 2015 | 31 dic 2014 |
|---|---|---|
| Activos Totales | 3,283.2 | 2,846.2 |
| Patrimonio Total | 1,353.5 | 1,411.0 |
| Utilidad Neta | 220.3 | 283.6 |
| ROAA (%) | 14.4 | 11.3 |
| ROAE (%) | 31.9 | 22.5 |
| Patrimonio/Activos | 41.2 | 49.6 |

Fuente: Parallax Valores Puesto de Bolsa

## Informe Relacionado

Perspectivas 2015: Centroamérica y Dominicana (Diciembre 11, 2014).

## Analistas

Larisa Arteaga
+809 563 2481
larisa.arteaga@fitchratings.com

Sergio Iván Peña
+57 (1) 326 9999 ext. 1160

## Factores Clave de las Calificaciones

**Capitalización Robusta:** La capitalización (patrimonio/activo) de Parallax Valores Puesto de Bolsa, S.A. (Parval) es robusta y se sustenta en la rentabilidad amplia y el compromiso del accionista; este último se refleja en la práctica conservadora de no repartir dividendos. Fitch Ratings estima que la entidad preservaría adecuadas tanto su base patrimonial como la combinación de deuda-capital registrada en los últimos años, aún con el crecimiento presupuestado del negocio.

**Gestión de Riesgo Mejorada:** Parval ha avanzado significativamente en la construcción y reforzamiento del control interno y la gestión de riesgos. Fitch considera esto clave para la entidad, considerando el ritmo de crecimiento en el volumen de operaciones, estructura operacional nueva y el ofrecimiento previsto de productos financieros más complejos. Parval debería acelerar la implementación al ritmo de los cambios de la entidad para reducir riesgos potenciales de mercado y operacionales, dada la ampliación de la estructura del negocio.

**Rentabilidad Alta:** Parval se ha caracterizado por presentar una rentabilidad alta en comparación con sus competidores del mercado. Lo anterior ha sido gracias a los altos volúmenes negociados, estructura operativa eficiente y apalancamiento bajo. Sin embargo aunque mantiene un nivel amplio de ingresos operacionales, la rentabilidad sobre activos promedio (ROAA) continúa con su tendencia a la baja por el incremento en los gastos de operación y la pérdida en valoración del portafolio.

**Estructura Negocios Mejorada:** En los últimos 5 años Parval ha ampliado la estructura del negocio a nivel de personal, infraestructura, nuevos productos, riesgos y controles. Aunque estos cambios han afectado la eficiencia operativa de la entidad, Fitch espera que a mediano plazo pudieran generarle una posición más sólida y diversificada que redunde en mayores beneficios y le permita mantener su rentabilidad amplia.

**Ingresos Concentrados:** Los ingresos operativos se generan, fundamentalmente, por las ganancias en la intermediación de títulos valores y por los ingresos financieros provenientes de la posición en cartera de inversión. La estrategia del puesto de bolsa es lograr una mayor diversificación de las líneas de negocios; sin embargo, Fitch considera que la estructura actual se mantendría en el mediano plazo.

**Emisión de Bonos Corporativos:** La estructuración de pasivos con vencimientos a largo plazo -como son los bonos ordinarios- favorece la gestión de la brecha estructural entre activos productivos y pasivos. También reduce presiones de liquidez en el corto plazo. Los bonos ordinarios no tienen subordinación ni garantía específica; por lo que su calificación se encuentra en línea con la de la entidad.

## Sensibilidad de las Calificaciones

**Sostenibilidad del Buen Desempeño:** Las calificaciones se modificarían positivamente si la entidad lograra disminuir la volatilidad en la rentabilidad, controlando los gastos y rentabilizando las inversiones realizadas.

**Erosión de la Capitalización:** Un apalancamiento fuerte y un retroceso sostenido en la rentabilidad, que modificasen significativamente el perfil financiero y la solvencia de la entidad, afectarían negativamente las calificaciones.

## Entorno Operacional

El desempeño financiero de Parval está influenciado altamente por las condiciones económicas en República Dominicana. Es susceptible a cualquier variación en decisiones de política monetaria y del entorno. La economía dominicana ha mostrado una resistencia alta a través de los diversos ciclos económicos. Una estructura económica diversificada basada en servicios y un clima de negocios competitivo sustentan las perspectivas de negocios e inversión de mediano plazo. Fitch proyecta un crecimiento económico del país de 6.2% en 2014; mientras que la proyección oficial para 2015 está en el rango de 4.5% a 5%. Esta se apoyaría en una correlación alta entre la recuperación de la economía estadounidense, su fuente principal de remesas, exportaciones y arribo de turistas.

En noviembre de 2014, Fitch aumentó la calificación internacional de largo plazo de República Dominicana a 'B+' con Perspectiva Estable. Esto fue un reflejo de la resistencia alta de la economía dominicana, su historial de estabilidad macroeconómica y su acceso sostenido a financiamiento y mercados de capitales internacionales. El aumento en la calificación también incorpora las mejoras en la dinámica de las cuentas fiscales, inflación estable, la creciente deuda del Gobierno, una posición débil de liquidez externa y sensibilidad a devaluación de la moneda.

En el mercado de valores dominicano, se evidencia un predominio de las colocaciones de títulos por parte del sector público, que han sido expansivas. Los valores emitidos por empresas privadas han perdido participación. La concentración alta en títulos públicos resulta de las opciones de inversión limitadas en República Dominicana y la poca profundidad del mercado de valores.

El marco regulatorio, que establece las normas para el funcionamiento del mercado de valores, está constituido por la Ley de Mercado de Valores No.19-00 (en trámite de modificación para 2015 en el congreso de la República) y su reglamento de aplicación promulgado en 2004, así como las distintas resoluciones y circulares emitidas por la Superintendencia de Valores desde su creación. Por otro lado, la Bolsa de Valores de República Dominicana (BVRD) fue creada por el Poder Ejecutivo en 1988, como resultado de una serie de iniciativas del sector económico privado.

## Perfil de la Empresa

Parallax Valores Puesto de Bolsa (Parval) se constituyó como un puesto de bolsa en 1991. Desde sus inicios, se ha enfocado en ofrecer servicios de intermediación de títulos valores. Atiende específicamente al segmento institucional. El mercado objetivo del puesto de bolsa ha estado representado principalmente por clientes profesionales y corporativos para realizar negocios de inversiones, corretaje, asesorías, suscripción y venta de valores. A partir de 2014, con la puesta en funcionamiento de la unidad de negocios, se empezó a implementar el desarrollo de productos. Estos permitirían incorporar a más personas naturales en el portafolio de clientes, ampliar el posicionamiento en el mercado e impulsar los negocios de fondos de inversión y estructuración.

**Metodologías Relacionadas**

Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias (Mayo 29, 2015).

La sociedad Parallax Investments Partner Inc. es el accionista mayoritario de Parval, con una participación accionaria de 97.5%. Dicho accionista es 100% propiedad del Grupo Rizek Inc (Grupo Rizek), reconocido por su dedicación a la exportación de cacao, producción de bienes,

comercialización y prestación de servicios. El puesto de bolsa se constituye como la cuarta empresa del grupo, con aproximadamente 18% del total de activos a diciembre de 2014.

Parval ocupa una posición de liderazgo en el mercado de puestos de bolsa con una participación importante tanto en el mercado primario como en el secundario. Igualmente, se posiciona en cuarto lugar entre los creadores de mercado y tercero por nivel de utilidades, compitiendo contra otros puestos de bolsa y entidades bancarias. Durante 2014, la entidad incrementó 90 cuentas nuevas de administración y mantuvo los encargos de confianza en alrededor de DOP41,789 millones (37 veces el patrimonio), similar a lo registrado en 2013 (DOP41,848 millones).

## Administración

La gerencia de Parval cuenta con experiencia amplia y conocimiento del mercado de valores. El puesto de bolsa ha avanzado significativamente en el reforzamiento de las prácticas y herramientas de control interno, así como en la gestión, monitoreo y control de riesgos. Fitch considera que esto es clave para la entidad, considerando el ritmo de crecimiento en el volumen de operaciones y el ofrecimiento previsto de productos financieros más complejos.

La estrategia del puesto de bolsa consiste en lograr una mayor diversificación de las líneas de negocios, particularmente hacia la estructuración y colocación de emisiones nuevas, fondos de inversión y administración de cartera. Lo anterior considera que la entidad cuenta con autorización del ente regulador para otorgar todo tipo de servicios permitidos para los puestos de bolsa.

Asimismo, en el mediano plazo, ha previsto una diversificación mayor entre los diversos tipos de clientes: minoristas (*retail*) y profesional. La división de negocios nueva espera constituirse como un centro de distribución de clientes y aumentar el posicionamiento en el mercado. En el corto plazo, Parval espera que los negocios de intermediación sigan constituyéndose como los mayores generadores de ingresos, pero la estructuración y la banca de inversión deberían constituirse en el mediano plazo como los ingresos más representativos de la entidad.

La Junta Directiva de Parval está compuesta por siete miembros; de los cuales, uno es independiente. Algunos lineamientos estratégicos se emiten en la Junta Directiva; aunque el manejo financiero y de negocios del puesto de bolsa es totalmente independiente. Parval tiene manuales de políticas y procedimientos operativos, administrativos y de lavado de activos, así como un código de ética y un reglamento de gobierno corporativo. Cuenta con el Comité de Cumplimiento y el Comité de ALCO, en los que participan miembros del Consejo de Administración. Parval espera implementar los comités de riesgos y de operaciones en 2015; no obstante, la Junta Directiva se reúne periódicamente con el fin de alinear estrategias de negocio y coordinar operaciones.

Durante 2014, Parval hizo un relanzamiento de su marca, complementando la estrategia de mayor penetración, sustentado en un equipo de trabajo más amplio, nuevas áreas de negocios y estructuración. También mantuvo su posición dentro del programa de creadores de mercado y su participación dentro del mercado. Asimismo, implementó un esquema de especialización de funciones y un sistema de transacciones y automatización de reportes de la tesorería.

## Apetito de Riesgo

Los principales riesgos a los que se expone Parval son operativos, de crédito y de mercado. Para la gestión de los mismos, la entidad cuenta con una unidad independiente, la cual reporta directamente al Consejo de Directores. Además, es responsable de identificar, evaluar y medir

los riesgos a los que se expone la entidad, así como de establecer límites de aceptación de los riesgos financieros, operativos, tecnológicos y legales.

El Consejo de Directores es la instancia encargada de definir y aprobar las directrices de inversión. También autoriza el acceso a financiamiento y líneas de crédito. Desde inicios de 2011 y con el objetivo de afinar el control de lavado de activos, Parval contrató un oficial de cumplimiento y realiza consultas a burós de crédito y de verificación de clientes físicos. Además, se reserva el derecho de excluir de su portafolio a algún cliente cuando no exista una claridad completa en cuanto al origen de los fondos.

Durante 2014, la unidad se encargó de dar seguimiento, identificación y control a las matrices de administración de riesgos por área de negocios. También elaboró el manual y matriz de riesgo para la prevención de lavado de activos, así como el informe del perfil del inversionista y del tipo de cliente por riesgo. Además, continúo desarrollando los procedimientos y metodologías para la medición de riesgos. Entre estos, destacan los manuales de riesgos, los comités de riesgos y el de operaciones, cupos de contraparte y límites de negociación, así como la delimitación de roles y competencias para las áreas de *front, middle* y *back office*.

El riesgo de mercado resulta de las variaciones del portafolio de inversiones ante cambios en las tasas de interés y tipo de cambio. Al respecto, Fitch destaca que Parval tiene todo su portafolio invertido en instrumentos de renta fija, por lo que presenta una exposición baja al riesgo de tasa de interés. Metodologías de valoración del portafolio de inversiones fueron implementadas en el mercado dominicano en 2012. Sin embargo, aún no se dispone de un proveedor externo de precios, lo que ocasiona que las áreas de riesgos sean las encargadas de monitorear y/o realizar la valoración.

Parval trabaja en la implementación de metodologías para medir la exposición a los riesgos provenientes de las fluctuaciones en los precios, valor en riesgo, límites, *stop-loss* y pruebas de estrés *y backtesting* para tener un control mayor de los riesgos a los que está expuesto su patrimonio. El riesgo cambiario aumento a 19% del patrimonio a junio 2015 (2014: 14%); aunque mantuvo una posición larga en moneda extranjera. Esta última se explica principalmente por la primera colocación en firme de bonos corporativos de una empresa dominicana por USD2 millones para comercialización.

Los activos presentaron un crecimiento de 15% (jun 2015), sustentados principalmente en un mayor portafolio de inversiones concentrado en el Gobierno dominicano, dadas las opciones limitadas de inversión en la República Dominicana y la poca profundidad del mercado de valores.

## Perfil Financiero

### *Calidad del Activo*

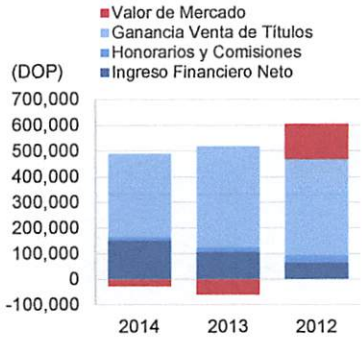
El riesgo de crédito proviene principalmente del portafolio de inversiones, el cual representó 91% del total de activos, a junio de 2015, equivalente a 2.2 veces el patrimonio. A la misma fecha, el portafolio de inversiones para comercialización (66% total de inversiones) estaba compuesto por bonos del Gobierno de la República Dominicana (62%), instrumentos del Banco Central (30%) y bonos de empresas (5%), contabilizados a precios de mercado desde 2012. El resto del portafolio se encuentra en papeles de entidades financieras de Republica Dominicana y en títulos valores de disponibilidad restringida.

La concentración alta en títulos públicos resulta de las opciones limitadas de inversión en República Dominicana y la poca profundidad del mercado de valores, como se mencionó. El

regulador ha establecido límites de concentración por instrumento, a los cuales Parval ha dado cumplimiento. También las posiciones propias se consideran en la calificación de riesgo del emisor y el retorno.

## Ganancias y Rentabilidad

**Evolución de los Ingresos**




Fuente: Parallax

Parval se caracteriza por presentar una rentabilidad alta en comparación con sus competidores del mercado. Lo anterior se debe al bajo apalancamiento y un nivel reducido de gastos con relación a sus ingresos. A partir de 2012, el mercado empezó a valorar los títulos a precios de mercado, lo cual generó una gran distorsión de los resultados en ese año, que se ha venido corrigiendo desde 2013.

A junio de 2015, la rentabilidad sobre activos promedio (ROAA) de Parval mejoró hasta representar 14.4% desde 11.4% a finales de 2014. Esto se debió a ingresos mayores por el efecto de la valoración de mercado en un contexto de tasas de interés con tendencia a la baja. Fitch considera positivo que la entidad valore su portafolio a precios de mercado, puesto que de esta manera se refleja tanto el riesgo como la rentabilidad en su negocio de corretaje. No obstante, los efectos de este cambio se verán en el mediano plazo, cuando haya la suficiente base comparable para medir los resultados de la entidad ante los movimientos del mercado.

Los ingresos por operaciones de *trading* con clientes institucionales y los resultantes de la posición en cartera de inversión son las fuentes principales de recursos de Parval. Los ingresos por intereses netos de su cartera de inversión en renta fija (principalmente en instrumentos del Banco Central), representaron 17% de los ingresos totales netos a junio de 2015. El 82% proviene de ganancias netas por operaciones de compraventa de títulos valores. El restante corresponde a honorarios y comisiones por la intermediación (1%).

**Ingresos vs. Eficiencia**

Fuente: Parallax

Los gastos de administración se redujeron 6% en términos anualizados, durante los primeros 6 meses de 2015, lo que resultó en una mejora en la relación de eficiencia (gastos operativos/ingresos totales) hasta 18% (jun 2015) en comparación con 25% a finales de 2014, cuando se produjeron gastos por contrataciones, cambios organizacionales e inversiones en tecnología. Fitch prevé que los gastos de administración continuarán siendo absorbidos por el crecimiento de los ingresos. Los sólidos niveles de eficiencia también le permitirán a Parval depender cada vez menos de las facilidades operativas que su principal accionista le ha proporcionado en el tiempo.

Parval continuará con la consolidación de su modelo de negocio, al preservar la estabilidad en la estructura de sus ingresos operacionales y participar en emisiones del sector privado con posición propia y comisiones. Para lo que resta de 2015, Fitch prevé un dinamismo mayor en las operaciones de la entidad, apoyado en la fuerza comercial nueva, y estima que los niveles adecuados de rentabilidad y de eficiencia operacional se mantendrán.

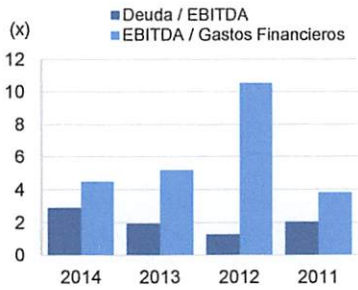
## Capitalización y Apalancamiento

La capitalización de Parval es robusta y ha estado sustentada por la rentabilidad alta y el compromiso por parte los accionistas para mantener su solvencia, lo que se refleja en la reinversión histórica de todos los resultados. El indicador de capitalización (patrimonio /activos) fue de 41.2%, a junio de 2015 (2014: 50%), favorable en comparación con lo registrado por sus pares de mercado. La capitalización amplia le da oportunidad a la entidad para expandir sus operaciones. Tal como se ha observado, Fitch espera que un nivel mayor de apalancamiento sea compensado por la capacidad alta de la entidad para generar capital interno.

## Fondeo y Liquidez

Históricamente, Parval ha financiado una proporción alta de sus operaciones con su patrimonio. Sin embargo, desde 2010, ha recibido aprobación para emitir varios programas de bonos ordinarios a plazos entre 1 y 5 años; de los cuales, se encuentran vigentes DOP1,900 millones. Estos recursos se han constituido como una fuente importante de financiamiento para la entidad. A la vez, le han proporcionado flexibilidad financiera y una estabilidad mayor a los fondos, además de que le han permitido aprovechar oportunidades de negocio.

**Cobertura y Servicio de Deuda**




Fuente: Parallax

La cobertura de la deuda medida por el indicador de deuda/EBITDA alcanza 3.1 veces a junio 2015, siendo de 2.9 veces al cierre de 2014. Por su parte, Parval ha mantenido un EBITDA lo suficientemente amplio para atender el servicio de deuda con un indicador de EBITDA/intereses de 6.3 veces. Este resultado es superior al registrado en 2014 por el menor volumen de gastos y los ingresos significativos por valoración.

La mayoría de inversiones en las que Parval ha adoptado una posición propia corresponde a valores de liquidez alta en el mercado local, tales como deuda del Gobierno y Banco Central. Cuenta con líneas de crédito de disponibilidad inmediata por un monto aproximado de DOP1,290 millones contratadas con algunas instituciones financieras del sistema, las cuales se habían utilizado en 55%, a junio de 2015.

## Parallax Valores Puesto de Bolsa, S.A.

| (DOP miles) | 6 meses | 12meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Jun 2015 | Dic 2014 | Dic 2013 | Dic 2012 | Dic 2011 | Dic 2010 |
| **Principales Indicadores Financieros** | | | | | | |
| Liquidez | | | | | | |
| (Disp. + Inversiones)/Pasivo Financiero | 3.35x | 2.07x | 2.19x | 2.00x | 1.93x | 1.50x |
| Rentabilidad | | | | | | |
| Gastos Operativos/Ingresos Totales | 18.0% | 24.8% | 18.6% | 45.5% | 22.2% | 18.8% |
| Resultado Neto/Ingresos Totales | 74.2% | 61.7% | 69.0% | 331.3% | 47.0% | 61.4% |
| Margen Financiero Neto/Activo Promedio** | 4.09% | 5.97% | 5.64% | 6.73% | 6.27% | 4.82% |
| ROAA ** | 14.4% | 11.3% | 16.9% | 51.7% | 13.3% | 23.0% |
| ROAE ** | 31.9% | 22.5% | 33.1% | 108.0% | 32.1% | 68.7% |
| Apalancamiento | | | | | | |
| Patrimonio/Activo | 41.2% | 49.6% | 52.8% | 48.8% | 46.6% | 31.9% |
| Pasivos Totales / Activos Totales | 0.59x | 0.50x | 0.47x | 0.51x | 0.53x | 0.68x |
| Pasivos Totales / Total Patrimonio | 1.43x | 1.02x | 0.89x | 1.05x | 1.14x | 2.14x |
| Servicio de Deuda | | | | | | |
| Deuda / EBITDA | 3.05 | 2.9 | 1.9 | 1.3 | 2.0 | 2.9 |
| EBITDA / Gastos Financieros | 6.31 | 4.5 | 5.2 | 10.5 | 3.8 | 9.8 |
| **Resultados** | | | | | | |
| Ingresos Financieros Totales | 118,666 | 249,125 | 195,687 | 120,968 | 80,509 | 35,905 |
| Egresos Financieros Totales | 55,958 | 98,902 | 89,756 | 56,278 | 38,574 | 14,019 |
| Margen Financiero Bruto | 62,708 | 150,223 | 105,931 | 64,690 | 41,936 | 21,886 |
| Gastos por Provisiones | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Margen Financiero Neto | 62,708 | 150,223 | 105,931 | 64,690 | 41,936 | 21,886 |
| Honorarios y Comisiones | 3,906 | 14,070 | 18,581 | 29,146 | 26,088 | 37,944 |
| Ganancia Cambiaria | 2,896 | 3,789 | 363 | 1,589 | 607 | 398 |
| Ganancia en Venta de Títulos | -76,236 | 325,192 | 393,404 | 374,453 | 81,336 | 96,006 |
| Ganancia Ajuste a Valor de Mercado | 306,440 | - 27,172 | -59,301 | 136,771 | 0 | 0 |
| Otros Ingresos | -2,682 | - 6,376 | 1,531 | -1,701 | 0 | -523 |
| Resultado en Operación Financiera | 297,031 | 459,726 | 460,509 | 604,948 | 149,967 | 155,711 |
| Gastos Operativos | 53,539 | 114,016 | 85,446 | 68,177 | 40,888 | 31,946 |
| Margen Operativo Neto | 243,492 | 345,710 | 375,062 | 536,771 | 109,079 | 123,765 |
| Ingresos y Gastos Extraordinarios | 850 | 2,280 | -4,617 | -841 | 86 | -23 |
| Resultado Antes de Impuestos | 244,342 | 347,990 | 370,445 | 535,930 | 109,165 | 123,742 |
| Impuesto sobre la Renta | 24,000 | 64,375 | 52,474 | 39,013 | 20,438 | 19,582 |
| Resultado Neto | 220,342 | 283,615.1 | 317,972 | 496,917 | 88,726 | 104,161 |
| **Balance** | | | | | | |
| Caja y Bancos | 54,020 | 20,508 | 22,189 | 22,719 | 8,363 | 35,614 |
| Valores Negociables | 3,003,796 | 2,647,634 | 1,950,243 | 1,478,968 | 572,069 | 563,902 |
| Activos Financieros Directos | 0 | - | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros Activos | 225,357 | 178,064 | 162,828 | 120,019 | 51,017 | 45,882 |
| Total Activo | 3,283,172 | 2,846,206 | 2,135,260 | 1,621,706 | 631,450 | 645,398 |
| Pasivos Financieros Directos | 912,566 | 1,288,674 | 900,000 | 750,000 | 300,000 | 400,000 |
| Bancos y Títulos | 900,000 | 1,288,674 | 900,000 | 750,000 | 300,000 | 400,000 |
| Pasivos indexados a títulos | 12,566 | - | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros Pasivos | 1,017,068 | 146,603 | 107,946 | 80,228 | 36,888 | 39,563 |
| Total Pasivo | 1,929,634 | 1,435,276 | 1,007,946 | 830,228 | 336,888 | 439,564 |
| Capital Social | 825,000 | 825,000 | 536,786 | 236,909 | 166,668 | 83,334 |
| Total Patrimonio | 1,353,538 | 1,410,930 | 1,127,314 | 791,478 | 294,561 | 205,834 |

Fuente: Parallax Valores, Fitch

**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 ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM. 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 POLITICAS 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 © 2015 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, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un substituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.