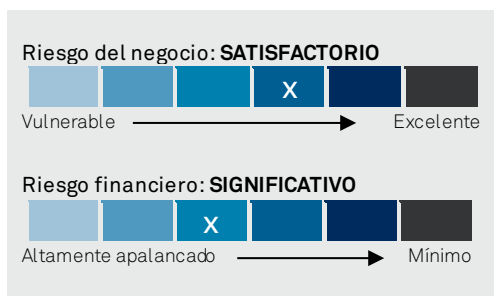


## Análisis Detallado

# Naturgy México, S.A. de C.V.

24 de agosto de 2021



### ANALISTA PRINCIPAL

Juan Barbosa  
Ciudad de México  
52 (55) 5081-4447  
juan.barbosa  
@spglobal.com

### CONTACTO ANALÍTICO ADICIONAL

Marcelo Schwarz, CFA  
Sao Paulo  
55 (11) 3039-9782  
marcelo.schwarz  
@spglobal.com

Carlos Huescas  
Ciudad de México  
52 (55) 5081-4454  
c.huescas  
@spglobal.com

## Calificación crediticia de emisor

**Naturgy México, S.A. de C.V.**

Escala Nacional (CaVal)

mxAA+/Estable/--

## Factores crediticios clave

Fortalezas clave	Riesgos clave
<ul style="list-style-type: none"> <li>Naturgy México, S.A. de C.V. (NM) está expuesta a un solo régimen regulatorio, el cual le permite trasladar las variaciones en los precios internacionales del gas natural al consumidor final, y así mantener márgenes operativos relativamente estables, y</li> <li>La compañía no depende de uno o un grupo de clientes. Al 30 de junio de 2021, contaba con 1.6 millones de clientes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La compañía aplica una política de reparto de dividendos agresiva, lo cual aumenta la presión en su flujo de fondos discrecional y en su flexibilidad financiera.</li> </ul>

**Esperamos que NM continúe manteniendo márgenes operativos estables e indicadores crediticios saludables en los próximos 12 a 24 meses.** La contracción económica debido a la pandemia COVID-19 trajo consigo el deterioro en el volumen de gas vendido, cuyo segmento más afectado fue el industrial. Sin embargo, hemos observado una recuperación en la demanda de gas en el primer y segundo trimestre de 2021, y esperamos que esta tendencia continúe durante los próximos meses, aunque a niveles aun menores que los evidenciados previos a la pandemia. Considerando que alrededor de 70% de los cargos a industriales son fijos, independientemente del volumen, y que el segmento residencial representa más de 90% de los clientes de la compañía, NM ha mantenido márgenes de EBITDA cercanos al 40%.

Si bien esperamos una disminución en los ingresos de NM a raíz de la prolongada recuperación y dada su nueva estrategia que apunta a mantener menor volumen de clientes pero solventes, también observaríamos una tendencia similar con relación a los costos, y consideramos que la regulación que permite a la compañía trasladar los costos del gas a los precios de venta se traduzca en márgenes operativos estables y sin cambios significativos. Por lo tanto, esperamos que NM mantenga indicadores crediticios relativamente estables para el periodo 2021-2022, con niveles de deuda a EBITDA ajustados por debajo de 2.5x (veces).

**Esperamos que NM continúe maximizando la redistribución de dividendos a los accionistas y la reducción al gasto de inversión (capex).** Esperamos que NM se enfoque en la implementación del plan estratégico de su controlante Naturgy Energy Group, S.A. (Naturgy Energy; BBB/Negativa/A-2), en el transcurso de los próximos dos a tres años. Este plan busca, la saturación de la red de distribución de gas existente y captar clientes con una adecuada calidad crediticia. Esta estrategia implica una optimización de la inversión (capex) para los próximos años, el cual esperamos se ubique en torno a \$1,200 millones de pesos mexicanos (MXN). Asimismo, opinamos que la compañía favorecería una captación de nuevos clientes más estricta, con base en la capacidad e historial de pago de sus clientes en los segmentos doméstico, comercial, e industrial o de gran consumo; al tiempo que maximiza la retribución a los accionistas en forma de dividendos, los cuales esperamos se ubiquen en alrededor de MXN2,800 millones.

**NM realizó dos emisiones de certificados bursátiles a través de vasos comunicantes por un monto total de MXN5,300 millones.** Dichas emisiones se encuentran bajo su programa vigente por hasta MXN10,000 millones y cuentan con vencimiento único hasta por tres años para la serie NM 21, a tasa variable, y amortizaciones de capital para el año ocho y para el año 10 para la serie NM 21-2, a tasa fija. La empresa ha destinado los recursos obtenidos de dichas emisiones para el repago de deuda corporativa con vencimiento en el corto plazo, financiar capital de trabajo y para otros propósitos corporativos generales. Incluso, si consideramos esta nueva emisión de deuda, esperamos que NM mantenga indicadores crediticios en línea con nuestras expectativas, con un índice de deuda a EBITDA ajustado menor a 2.5x, y, por ende, consideramos que es neutral para las calificaciones. Las calificaciones asignadas a las nuevas emisiones (NM 21 y NM 21-2) de 'mxAA+' reflejan la del emisor, dado que no consideramos que haya subordinación sobre las nuevas certificaciones.

**Vemos a NM como una subsidiaria estratégicamente importante para su matriz.** Nuestro análisis del grupo incorpora que México tiene el mayor número de clientes dentro del segmento de distribución de gas en América Latina del grupo y el compromiso a largo plazo de Naturgy Energy de apoyar a su subsidiaria, se ha evidenciado en las garantías que ha brindado, en el pasado, a sus emisiones de deuda.

## Perspectiva: Estable

La perspectiva estable refleja nuestras expectativas de que NM mantenga niveles de deuda a EBITDA cercanos a los actuales, de alrededor 2.0x, y un índice de FFO a deuda de aproximadamente 30% para los próximos 12 a 24 meses. Estos indicadores se derivan, principalmente, de nuestra expectativa de la implementación de una política de remuneración a los accionistas más agresiva, la cual se compensará parcialmente por niveles de capex moderados, aunado a los compromisos de la compañía para optimizar sus gastos operativos.

## Escenario negativo

Podríamos bajar la calificación de NM si anticipáramos un desempeño financiero por debajo de nuestras expectativas, particularmente, si observáramos índices de deuda a EBITDA mayor a 3.5x y de FFO a deuda consistentemente por debajo de 18.5%. Esto podría darse como resultado de un incremento en el apalancamiento de la empresa en los siguientes 12 a 24 meses para mantener la agresiva distribución de dividendos, de alrededor MXN2,800 millones anuales. Asimismo, un deterioro en la calidad crediticia del grupo podría detonar una baja en la calificación de NM.

## Escenario positivo

Aunque es poco probable en el corto plazo a mediano plazo, debido al plan agresivo de distribución de dividendos, podríamos subir las calificaciones de NM, si tomamos una acción de calificación similar sobre Naturgy Energy, y al mismo tiempo, observamos una mejora sostenida de los indicadores financieros de la subsidiaria mexicana, es decir, un índice de deuda a EBITDA menor a 1.75x.

## Nuestro escenario base

### Supuestos

- El actual plan estratégico de NM busca saturar la red existente y no incrementar agresivamente su base de clientes, por lo que esperamos que el número de clientes aumente modestamente entre 1.5%-3.5% en 2021 y 2022, y se mantenga entre 1.6 y 1.7 millones. Esto, aunado a nuestras expectativas de una recuperación del producto interno bruto (PIB) de México de aproximadamente 5.8% para este año. Esperamos volúmenes vendidos similares al año anterior de aproximadamente MXN13,000 millones, derivado de la correlación positiva entre el crecimiento económico y la demanda de gas natural. Vea los supuestos macroeconómicos de S&P Global Ratings: "*Credit Conditions Emerging Markets: Slow Vaccination Prevents a Robust Recovery*" publicado el 29 de junio de 2021.
- Incremento promedio en las tarifas de distribución dependiendo de los niveles de inversiones realizadas, como también en la inflación de México, la cual esperamos que sea de 5.0% para 2021 y de 3.5% para 2022, y que el tipo de cambio se ubique en MXN20.5 por US\$1 en 2021 y MXN21 por US\$1 para 2022. Con base estas proyecciones, esperamos un aumento de alrededor de 2% para los próximos dos años.
- Inversiones de alrededor de MXN1,200 millones para 2021 y 2022, y
- Distribución de dividendos, en línea con el nuevo plan estratégico, de alrededor MXN2,800 millones para los siguiente 12 a 24 meses.

Con base en estos supuestos, llegamos a los siguientes indicadores crediticios:

- Deuda a EBITDA de alrededor 2.0x para 2021 y 2022, y
- Flujo de efectivo operativo libre (FOCF, por sus siglas en inglés) a deuda alrededor de 30%.

### Indicadores clave

#### Naturgy México, S.A. de C.V. – Indicadores clave

	2021E	2022E	2023E
EBITDA (MXN, millones)	4.8 – 5.0	5.0 – 5.2	5.0 – 5.2
Deuda ajustada/EBITDA (x)	15 – 2.0	1.5 – 2.0	1.5 – 2.0
FFO/Deuda (%)	30 – 35	30 – 35	30 – 35
FOCF	15 – 20	15 – 20	15 – 20

E: Esperado. FFO: Fondos operativos. FOCF: Flujo de efectivo operativo libre

## Descripción de la empresa

NM distribuye y comercializa gas natural en distintas zonas geográficas de México mediante permisos que le otorgó la Comisión Reguladora de Energía (CRE), los cuales contemplan 153 localidades del país (delegaciones, localidades y/o municipios). A junio de 2021, la compañía contaba con 1,576,318 clientes y una red de distribución de 22,900 kilómetros. La mayor cantidad de clientes se concentran en la ciudad de Monterrey y sus municipios colindantes. La compañía desarrolla sus actividades de distribución y comercialización de gas natural, una vez que lo adquiere de Pemex TRI, Trafigura México S.A. de C.V., BP Energía México S. de R.L. de C.V. y del Centro Nacional de Control del Gas Natural (CENAGAS).

Asimismo, NM presta diversos servicios no regulados relacionados con su actividad de distribución. Dichos servicios incluyen: comercialización de gas, soluciones de eficiencia energética, soluciones de movilidad sostenible y servicios adicionales.

## Riesgo de negocio

**El marco regulatorio estable y transparente, que permite el traslado total del costo de gas al usuario final, y su posición como el mayor distribuidor de gas en México respaldan nuestra visión de un riesgo de negocio satisfactorio.** La compañía opera en una industria de bajo riesgo en México; que consideramos cuenta con un marco regulatorio estable y transparente. Además, las tarifas de distribución máximas de gas natural con comercialización no están expuestas al mercado, al transporte, o a la inflación local o que equivale a una transferencia “*pass-through*” sobre el precio del gas natural al usuario final, de acuerdo con lo establecido por la CRE.

NM tiene un riesgo significativo de concentración de clientes, y en su mayoría, atiende a clientes residenciales, los cuales representan más de 90% del total. Sin embargo, la compañía está expuesta a un solo régimen regulatorio y tiene una exposición significativa a Trafigura y Bp Energía México S. de R.L. de C.V., ya que son los mayores proveedores de gas natural. Esto se ve contrarrestado por el hecho de que sus operaciones principales se encuentran ubicadas en dos grandes territorios de servicio, como lo son Monterrey y la Ciudad de México que tienen una perspectiva de crecimiento económico superior al promedio del país.

## Análisis comparativo

Para nuestro análisis comparativo hemos incluido activos de distribución y comercialización de gas.

En opinión de S&P Global Ratings, Nortegas Energía Distribución, S.A.U. (Nortegas), empresa de distribución, es un par comparable. Tanto NM, como Nortegas, se benefician de un margen de EBITDA robusto y similar, aunque la primera está un poco menos apalancada.

Por otro lado, al comparar el perfil de negocio de NM con la de su controladora, Naturgy Energy, vemos que esta última cuenta con una penetración de mercado y diversidad geográfica mayor (opera en varios países de América Latina y España), similar a Iberdrola, el segundo mayor generador y distribuidor de energía en España (sus operaciones de red también se extienden a Reino Unido, América Latina y Estados Unidos). Sin embargo, tanto Naturgy Energy como Iberdrola tienen indicadores crediticios más débiles que NM.

En comparación con sus pares que calificamos en escala nacional, opinamos que el negocio de NM tiene una escala menor que, por ejemplo, el de Grupo Bimbo S.A.B. de C.V. o Infraestructura Energética Nova S.A.B. de C.V. Sin embargo, los índices de endeudamiento de estas dos compañías son más altos que los de NM, principalmente, por el tamaño de las compañías, características particulares de las industrias en las que operan, las cuales pueden ser más demandantes de capital.

**Tabla 1 – Análisis comparativo**

	Naturgy México S.A. de C.V.	Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.	Iberdrola S.A.	Nortegas Energía Distribución, S.A.U.
Calificaciones (al 24 de agosto de 2021)	mxAA+/Estable/--	BBB/Negativa/-- mxAA+/Estable/--	BBB/Estable/-- mxAA+/Estable/--	BBB+/Estable/A-2	BBB-/Estable/--
(Millones de MXN)					
	Año fiscal que concluye el 31 de diciembre de 2020				
Ingresos	13,203.2	25,097.9	331,051.0	806,791.7	5,544.6
EBITDA	4,821.8	17,674.5	45,169.0	227,712.7	4,241.4
FFO	3,102.0	11,190.5	32,646.0	183,837.5	3,310.6
Gastos por intereses	788.5	3,422.7	8,889.0	37,745.7	470.1
Flujo de efectivo de operaciones	3,711.2	8,613.5	37,614.0	177,438.2	3,386.3
Gastos de capital	671.4	10,622.3	13,746.0	153,471.8	705.3
Flujo de efectivo operativo libre	3,039.8	(2,008.8)	23,868.0	23,966.4	2,681.0
Flujo de efectivo discrecional	39.8	(6,605.1)	18,019.0	(58,562.7)	(1,236.8)
Efectivo e inversiones a corto plazo	2,398.5	5,810.2	9,268.0	89,429.9	3,091.5
Deuda	8,975.5	73,583.8	115,418.6	985,395.9	24,438.0
Capital	9,662.4	101,915.6	83,513.0	1,082,408.0	27,562.7
<b>Índices ajustados</b>					
Margen de EBITDA (%)	36.5	70.4	13.6	28.2	76.5
Retorno a capital (%)	20.6	7.4	14.6	6.5	4.1
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	6.1	5.2	5.1	6.0	9.0
Cobertura de intereses con FFO (x)	4.9	4.9	5.8	8.9	7.7
Deuda/EBITDA (x)	1.9	4.2	2.6	4.3	5.8
FFO/deuda (%)	34.6	15.2	28.3	18.7	13.5
Flujo de efectivo de operaciones/deuda (%)	41.3	11.7	32.6	18.0	13.9
Flujo de efectivo operativo libre/deuda (%)	33.9	(2.7)	20.7	2.4	11.0
Flujo de efectivo discrecional/deuda (%)	0.4	(9.0)	15.6	(5.9)	(5.1)

## Riesgo financiero

**Esperamos que la compañía continúe manteniendo indicadores crediticios estables. Por otro lado, esperamos NM mantenga una política agresiva de distribución de dividendos, la cual se ve compensada con niveles capex de expansión bajos.** En los últimos doce meses de información reportada que concluyeron el 30 de junio de 2021, NM registró un índice de deuda a EBITDA de 1.7x y FFO a deuda de 37.7%. Durante el mismo periodo, el volumen de gas facturado ha incrementado, principalmente, en el segmento industrial, el cual fue el más afectado durante la crisis COVID-19. En este sentido, al segundo trimestre de 2021, los ingresos incrementaron 20% en comparación con el mismo periodo de 2019.

Para los próximos años esperamos márgenes de EBITDA se mantengan entre 35% y 40%, en línea con los observados históricamente, esto permitiría a NM registrar un índice de deuda a EBITDA entre 1.5x y 2.0x.

Asimismo, esperamos un flujo de efectivo discrecional negativo en los próximos 12 a 24 meses, debido al plan agresivo de retribución de la compañía.

## Resumen financiero

**Tabla 2 – Resumen financiero**

(Millones de MXN)	A junio de 2021	A marzo 2021	A diciembre 2020	A septiembre 2020	A junio 2020
Ingresos	3,735.3	4,110.9	4,176.1	3,243.5	2,621.5
EBITDA	1,220.8	1,327.7	1,332.9	1,042.8	1,112.3
FFO	802.5	865.3	985.3	579.0	639.6
Gastos por intereses	196.8	174.6	183.5	188.5	205.4
Flujo de efectivo de operaciones	(431.4)	1,016.6	(525.4)	(176.4)	452.7
Gastos de capital	157.1	100.6	126.0	212.7	146.3
Flujo de efectivo operativo libre	(588.5)	916.1	(651.4)	(389.1)	306.4
Dividendos pagados	(1,400)	0	(1,750)	(1,250)	0
Flujo de efectivo discrecional	(1,988.5)	916.1	(2,401.4)	(1,639.1)	306.4
Deuda	8,569.2	7,873.9	8,910.4	8,206.9	7,856.4
Efectivo e inversiones a corto plazo	2,817.2	3,488.6	2,398.5	2,731.7	2,980.9
Capital	9,474.1	10,291.5	9,660.4	10,811.7	11,638.0
<b>Índices ajustados</b>					
Margen de EBITDA (%)	32.3	34.0	36.5	38.1	39.7
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	6.6	6.4	6.1	5.7	5.6
Cobertura de intereses con FFO (x)	5.3	5.0	5.0	4.2	4.5
Deuda/EBITDA (x)	1.7	1.6	1.8	1.7	1.7
FFO/deuda (%)	37.7	39.0	34.9	32.5	36.4
Flujo de efectivo de operaciones/deuda (%)	(1.4)	9.7	7.0	1.9	14.8
Flujo de efectivo operativo libre/deuda (%)	(8.3)	2.3	0.2	(7.9)	2.1
Flujo de efectivo discrecional/deuda (%)	(59.7)	(35.8)	(33.5)	(47.5)	(23.3)

## Liquidez: Adecuada

### Principales fuentes de liquidez

- Alrededor de MXN2,800 millones en caja a junio de 2021, y
- FFO de aproximadamente MXN3,300 millones en los próximos 12 meses.

### Principales usos de liquidez

- Deuda de corto plazo de alrededor de MXN3,000 a junio de 2021,
- Capex flexible, siendo aproximadamente MXN1,200 millones de mantenimiento, y
- Flexibilidad en la distribución de dividendos, que esperamos sea de aproximadamente MXN2,800 millones

Consideramos que la liquidez de NM es adecuada. Prevemos que sus fuentes de liquidez serán suficientes para cubrir en más de 1.1x sus obligaciones proyectadas en forma de deuda a corto plazo, capex de mantenimiento de la red de pago de dividendos para los siguientes 12 meses. Asimismo, esperamos que las fuentes menos sus usos se mantendrán positivas, incluso en un escenario de caída en el EBITDA de 10%.

Nuestra evaluación de la liquidez de NM también refleja su buena relación con los bancos, evidenciada por la diversidad de líneas de crédito que tiene la empresa con las diferentes instituciones, acceso a los mercados capitales del cual ha hecho uso en el pasado, y una proactiva y prudente administración de riesgo financiero.

## Análisis de restricciones financieras (*covenants*)

### Expectativa de cumplimiento

La compañía no cuenta con restricciones financieras bajo su estructura actual de deuda.

## Influencia de grupo

Vemos a NM como una subsidiaria estratégicamente importante para su matriz Naturgy Energy dado que esperamos que la compañía reciba apoyo extraordinario. La influencia del grupo incorpora nuestra visión de que es improbable que la subsidiaria sea vendida en el corto plazo, así como el apoyo evidenciado en forma de garantías de matriz sobre las deudas que sostiene NM.

## Calificaciones de emisión – Análisis de riesgo de subordinación

No vemos que exista subordinación sobre los bonos emitidos dado que la totalidad de la deuda se encuentra emitida a nivel de la matriz. Calificamos los instrumentos de deuda de la empresa de la siguiente manera:

**Tabla 3 – Calificaciones de emisión**

	Monto	Vencimiento	Calificación de emisión
NM 15	MXN1,300 millones	Julio de 2025	mxAA+
NM 18	MXN1,500 millones	Marzo de 2025	mxAA+
NM 21	Hasta MXN5,800 millones conjunta con NM 21-2	Marzo de 2026	mxAA+
NM 21-2	Hasta MXN5,800 millones conjunta con NM 21	Febrero de 2031	mxAA+

## Conciliación

**Tabla 5 – Conciliación de los montos reportados por Naturgy México con los montos ajustados por S&P Global Ratings (MXN, millones)**

Últimos 12 meses que concluyeron el 30 de junio de 2021	Deuda	Capital de accionistas	EBITDA	Ingresos operativos	EBITDA ajustado	Flujo de efectivo de operaciones
Montos reportados por Naturgy México	11,223.2	9,474.8	4,921.8	3,818.8	4,924.2	4,823.0
<b>Ajustes de S&amp;P Global Ratings</b>						
Intereses pagados (reportados)	--	--	--	--	(754.3)	--
Gasto tributario corriente (reportado)	--	--	--	--	(937.9)	--
Pasivos de arrendamientos (reportado)	129.1	--	--	--	--	--
Obligaciones beneficio posterior al retiro/compensación diferida	34.1	--	2.4	2.4	--	--
Efectivo disponible e inversiones líquidas	(2,817.2)	--	--	--	--	--
Ingresos no operativos (gasto)	--	--	--	182.0	--	--
Reclasificación de flujo de efectivo por intereses y dividendos	--	--	--	--	--	(4,939.6)
Participación no dominante/Interés minoritario	--	(0.7)	--	--	--	--
<b>Ajustes totales</b>	<b>(2,654.0)</b>	<b>(0.7)</b>	<b>2.4</b>	<b>184.4</b>	<b>(1,692.1)</b>	<b>(4,939.6)</b>
	<b>Deuda</b>	<b>Capital</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>	<b>FFO</b>	<b>Flujo de efectivo de operaciones</b>
Montos ajustados de S&P Global Ratings	8,569.2	9,474.1	4,924.2	4,003.2	3,232.1	(116.6)



## Síntesis de los factores de calificación

<b>Calificación crediticia de emisor</b>	
Escala Nacional (CaVal)	mxAA+/Estable/--
<b>Riesgo del negocio</b>	Satisfactorio
Riesgo país	Moderadamente elevado
Riesgo de la industria	Muy bajo
Posición competitiva	Satisfactoria
<b>Riesgo financiero</b>	Intermedio
Flujo de efectivo/apalancamiento	Intermedio
<b>Ancla</b>	
<b>Modificadores</b>	
Efecto de diversificación/cartera	Neutral
Estructura de capital	Neutral
Liquidez	Adecuada
Política financiera	Neutral
Administración y gobierno corporativo	Satisfactoria
Análisis comparativo de calificación	Neutral

Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Consulte los criterios de calificación en [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) para obtener más información. Toda la información sobre calificaciones está disponible para los suscriptores de RatingsDirect en [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todas las calificaciones afectadas por esta acción de calificación se pueden encontrar en el sitio web público de S&P Global Ratings en [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx). Use el campo de búsqueda de Calificaciones ubicado en la columna de la izquierda.

## Criterios y Artículos Relacionados

### Criterios

- [Calificaciones por arriba del soberano – Calificaciones de empresas y gobiernos: Metodología y Supuestos](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Reflejando el riesgo de subordinación en las calificaciones de emisiones corporativas](#), 28 de marzo de 2018.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Factores Crediticios Clave para la Industria de Servicios Públicos Regulados](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Metodología para calificaciones crediticias en escala nacional y regional](#), 25 de junio de 2018.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 1 de julio de 2019.

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, [www.spglobal.com/ratings/es/](http://www.spglobal.com/ratings/es/) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.

S&P Global Ratings S.A. de C.V., Av. Javier Barros Sierra No. 540, Torre II, PH2, Col. Lomas de Santa Fe, C.P. 01210 Ciudad de México.