

Telecomunicaciones  
Chile  
Análisis de Riesgo

# Telefónica Chile S.A.

## Rating

	Current Rating
Moneda local IDR	BBB+
Moneda extranjera IDR	BBB+
Escala Nacional Largo Plazo (cl)	AA
Escala Nacional Corto plazo (cl)	F1+
Bonos locales: Series L, F, M y N	AA
Clasificación de acciones	Nivel 4

IDR – Issuer default rating.

## Outlook

Estable

## Financial Data

Telefonica Chile S.A.  
(CLP Bil., IFRS)

	9/30/10	9/30/09
Ingresos	536.9	526.3
EBITDA	195.6	182.6
EBITDA Mg. (%)	36.4	34.7
Deuda Total	379.3	493.6
Deuda /EBITDA (x)	1.5	2.0

IFRS – International financial reporting standards.

## Analysts

Sergio Rodriguez, CFA  
+52 81 8399-9100  
[sergio.rodriguez@fitchratings.com](mailto:sergio.rodriguez@fitchratings.com)

Francisco Mercadal  
+56 2 499-3340  
[francisco.mercadal@fitchratings.com](mailto:francisco.mercadal@fitchratings.com)

## Applicable Research

- *'Metodología de Clasificación de Empresas no Financieras', Ago. 16, 2010*

## Fundamentos de la Clasificación

- Las clasificaciones de Telefónica Chile se sustentan en la posición de liderazgo en el mercado de telecomunicaciones fijas en Chile, una fuerte generación de flujo de caja, y un sólido perfil financiero. Las clasificaciones están limitadas por una creciente competencia, debilidad en el tráfico local, y la política de reparto a los accionistas a los accionistas mediante dividendos o reducciones de capital.
- Las clasificaciones consideran además, la propiedad y el soporte implícito de Telefónica S.A (TEF), clasificada en escala internacional 'A-' por Fitch, aportándole la experiencia y la escala al negocio. TEF también es dueña del operador móvil Telefónica Móviles de Chile (clasificada en 'BBB+', y AA en escala nacional, por Fitch), que ofrece servicios complementarios de telecomunicación móvil. La relación entre estas dos compañías les permite lograr sinergias en ahorros de costos operacionales, la gestión de una sola marca, la unificación del los puntos de venta, entre otras cosas.
- La estrategia de enfocarse en el crecimiento de banda ancha, reducir el las tasas de abandono (Churn), y mejorar la eficiencia operacional de la compañía, junto con las ofertas de paquetes de servicios orientados hacia el crecimiento de la fidelización y satisfacción de los clientes, debería mejorar la posición de la compañía para soportar las presiones competitivas.
- Fitch opina que el marco regulatorio para Telefónica Chile ha mejorado en el pasado reciente, luego del decreto tarifario para el periodo 2009-2014, y la actual exposición de los ingresos a los servicios regulados. Los ingresos por servicios regulados representan en la actualidad aproximadamente un 7% del total de ingresos, versus el 50% registrado en 2004, lo que reduce la volatilidad en ventas asociadas a cambios regulatorios.
- El fuerte valor de marca, su posición de liderazgo, y la experiencia operacional, le deberían permitir mantener una sólida generación de flujo de caja, y un estable perfil financiero, con niveles estables de deuda, a pesar de los desafíos competitivos.
- Se espera que el EBITDA, y la generación de flujo de caja se mantengan relativamente estables, producto de la reducción en los negocios tradicionales, compensados por un crecimiento en los servicios de banda ancha y televisión pagada.
- Las clasificaciones incorporan la expectativa de que en el largo plazo, el indicador de deuda total sobre EBITDA debería permanecer en un nivel similar o inferior a 2,0 veces (x). Fitch espera que el total de la deuda debería de mantenerse estable, o mostrar un descenso moderado en el mediano plazo.

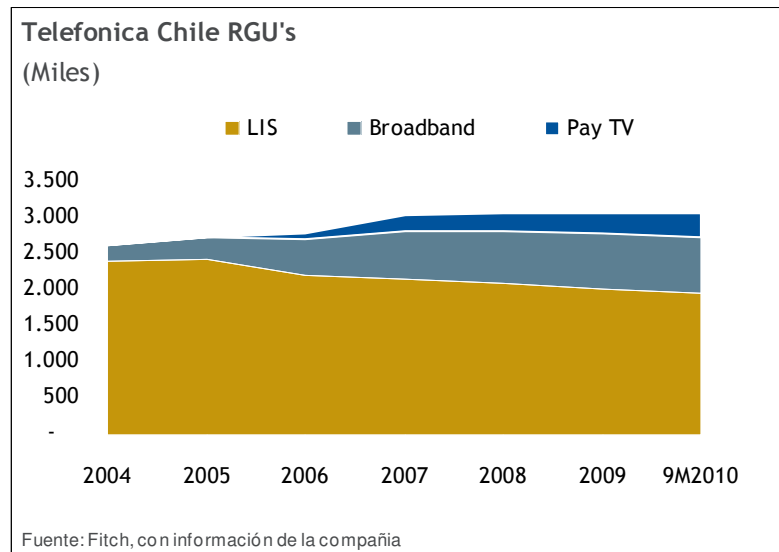
## Factores Clave en la Clasificación

- Si bien una mejora en las clasificaciones de Telefónica parece poco probable en la actualidad, algunos de los factores que podrían positivamente influir en la calidad crediticia de la compañía son la reducción y mantención del nivel de endeudamiento de largo plazo, medido como Deuda Total /EBITDA de 1,0x, y una

mayor diversificación de sus ingresos por servicios, y la expansión geográfica a otros países.

- Los factores que podrían influir en una baja en la clasificación, incluyen un rápido deterioro del performance operacional de la compañía producto de la fuerte competencia, la convergencia en los servicios o la regulación, que resulten en un aumento sostenido de su endeudamiento por arriba del nivel objetivo de la compañía de 2.0x, o un cambio en la estructura de capital de largo plazo que implique mayores niveles de endeudamiento.

### Recent Events



Se espera que la portabilidad de números fijos sea introducida a fines del año 2011. La estrategia de telefónica de ofrecer paquetes de servicios debería mitigar este efecto, considerando que aproximadamente un 70% de las líneas en servicio (“LIS” - Lines in Service), se encuentran bajo ventas en paquetes de servicios. Pese a esto, Fitch estima un balance negativo en el número de líneas de la compañía, considerando su posición incumbente. La estrategia actual de reducción de niveles de Churn, y de incremento en los niveles de satisfacción y fidelización de clientes mediante la oferta de paquetes de distintos servicios debería compensar este efecto.

El gobierno se encuentra explorando la iniciativa de establecer una normativa para la modalidad “Senders Keep All”. Este proyecto pretende eliminar los cargos de acceso entre las redes fijas de costos equivalentes. A pesar de que este proyecto se encuentra en fases iniciales y no se tiene claro como o cuando será implementado, Fitch cree que telefónica Chile posee una flexibilidad financiera suficiente como para gestionar un potencial resultado negativo. Dada la posición incumbente de Telefónica Chile, la compañía es un receptor neto de tráfico y el total de cargos de acceso de todos tipos, alcanzaron \$ 76,6 mil millones o 13,6% de las ventas de los primeros 9 meses del año 2010.

Desde el primer trimestre de 2009, Telefónica Chile ha estado reportando sus estados financieros, utilizando las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF o IFRS); antes de esta fecha la empresa reportaba sus estados financieros en norma contable Chilena (Chilean GAAP). La adopción de IFRS, trajo consigo algunos efectos contables, pero no cambió el perfil económico del negocio. Como resultado, Telefónica Chile renegoció sus covenants financieros con el fin de reflejar la adopción de IFRS, ya

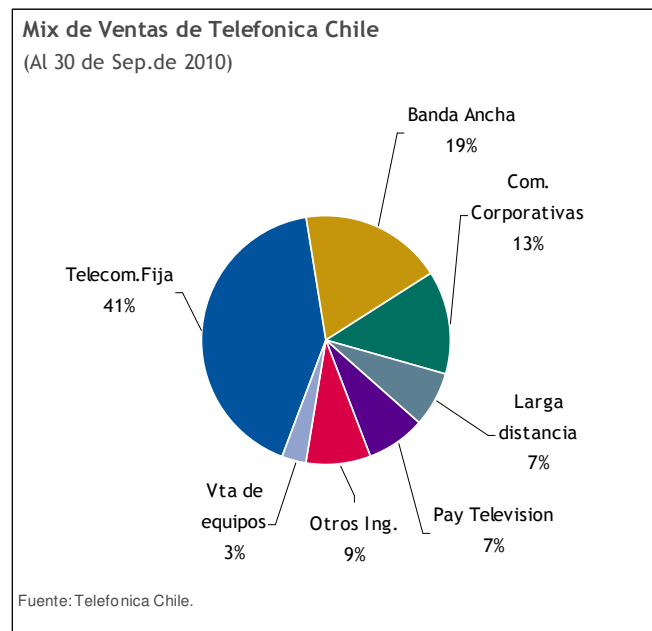
que estos fueron originalmente definidos utilizando Chilean GAAP.

### Perfil

Telefónica Chile, propiedad de la Española Telefónica S.A, es el mayor proveedor de Telecomunicaciones fijas en Chile, con ingresos y EBITDA de \$722 mil millones y \$267 mil millones, respectivamente, durante el periodo de 12 meses, terminados en Septiembre de 2010. La compañía es el mayor operador de servicio local, con aproximadamente 2.0 millones de LIS, 803 mil conexiones ADSL, y 323 mil clientes de televisión pagada. La compañía es líder en participación de mercado en telefonía fija y banda ancha, con aproximadamente el 58% y 46%, respectivamente, y el tercero en televisión paga, con un 17%.

### Operación

Telefónica Chile ha demostrado habilidad para introducir servicios adicionales con el fin de compensar la caída en los negocios tradicionales de voz, como lo son el servicio local y la larga distancia. La estrategia anterior de la compañía de migrar clientes desde planes regulados a planes no regulados flexibles cambió debido a la liberalización de los servicios locales, centrándose ahora en el servicio al cliente, su satisfacción y fidelización, y la reducción de los niveles de churn. Fitch estima para los próximos años, que un crecimiento en los ingresos de servicios de banda ancha y, en menor medida, televisión pagada, deberían continuar mitigando la reducción de las líneas en servicio (LIS) producidas por la madurez del negocio fijo de voz, la competencia con los servicios móviles, y la adopción de la portabilidad numérica el próximo año.



En enero de 2009, la autoridad antimonopolio liberalizó los cargos fijos y variables por los servicios locales y de telefonía pública. En la actualidad, aproximadamente un 7% de los ingresos son regulados. El decreto tarifario para el periodo 2009-2014 continua regulando la interconexión y los accesos locales a servicios móviles y complementarios. Fitch espera que Telefónica tenga un balance negativo en sus líneas en servicio (LIS), cuando la portabilidad sea implementada. Sin embargo, la actual estrategia de reducción de los niveles de churn, y el crecimiento de la fidelización, dada la venta

empaquetada de diferentes servicios, debería compensar este efecto.

### Telecomunicaciones fijas

La estrategia de la compañía en los servicios fijos de voz es moverse hacia la oferta en paquete de servicios, con el fin de tener control del nivel de churn, y tratar de incrementar el ARPU dirigido a los clientes de mayor consumo. Al 30 de Septiembre de 2010, aproximadamente un 70% de las líneas en servicio (LIS) se encuentran bajo venta en paquete de servicios. Las anteriores estrategias de migración de clientes de servicios regulados locales tradicionales, a planes flexibles y de prepago continúan, ya que un 80% de los LIS se encuentran bajo planes flexibles. En términos de LIS, se espera que la participación de mercado continúe su disminución gradualmente. Si bien se espera que los ingresos de este segmento registren disminuciones moderadas, Fitch estima crecimientos en otros servicios que deberían compensar a fin de mantener una estable generación de EBITDA. Las ventas provenientes de planes flexibles representaron aproximadamente un 19% del total de ventas consolidadas en los primeros 9 meses del año 2010.

### Banda ancha

En opinión de Fitch, los servicios de banda ancha deberían ser el principal factor de crecimiento en los próximos años, y espera que en un mediano plazo, este segmento sea el más importante respecto de las ventas consolidadas, y la generación de flujo de caja en Telefónica Chile. Para los primeros nueve meses del año 2010, los ingresos por banda ancha representaron un 19% del total de ventas, y se espera que sean mayores al 20% en el mediano plazo. A pesar de tener una posición de liderazgo en el Mercado, la competencia debería aumentar en el mediano plazo, considerando la oferta 3G de servicios móviles, que deberían competir en este segmento. Sin embargo, la estrategia de Telefónica Chile de ofrecer mayores velocidades de descarga que el servicio móvil, debería compensar esta situación.

Fitch estima que las inversiones en activo fijo destinadas a banda ancha representarán la mayor porción de las inversiones consolidadas en los próximos años. Una parte de las inversiones para este segmento son llevadas a cabo dependiendo del crecimiento de accesos, y otra parte deben ser realizadas independientemente de la demanda, para tener la infraestructura lista. Fitch espera que despliegues de fibra óptica cercanas a los clientes se realicen basándose en la demanda.

### Comunicaciones Corporativas

En los próximos años, se espera un crecimiento de los ingresos provenientes del segmento de negocios corporativos, impulsados principalmente por el crecimiento de ingresos asociados a datos. Asimismo, se espera que la tendencia de sustituir los accesos tradicionales, por conexiones IP se mantenga para este segmento de negocio. La estrategia de telefónica Chile para este segmento consiste en ofrecer soluciones de telecomunicación integradas a sus clientes. Uno de los más importantes servicios ofrecidos en esta línea de negocio es la transmisión de datos usando principalmente tecnología IP. Este segmento se beneficia por la presencia de Telefónica en Latinoamérica, que le permite a Telefónica Chile ofrecer soluciones de valor agregado a los clientes globales

### Televisión pagada

A pesar de que la contribución del segmento de Televisión pagada a los ingresos totales es modesta (y se espera se mantenga de esa forma), juega un papel importante en la oferta de servicios empaquetados, y en la estrategia para aumentar la fidelidad de los clientes. La estrategia de la compañía en este segmento es mejorar la calidad de servicio al ofrecer un mayor número de canales, con el fin de mantener el crecimiento con foco en la

rentabilidad. Adicionalmente, la compañía pretende ofrecer la opción de prepago con el fin de atraer a nuevos clientes.

La televisión pagada es ofrecida solo como un servicio complementario para las ofertas de doble y triple play. Desde su lanzamiento en el año 2006, la empresa ha alcanzado una participación de mercado de 17% (a Septiembre de 2010), y ha contribuido a aumentar la penetración de la televisión de pago en Chile. La compañía ofrece servicios DTH (Direct To Home) e IPTV (Internet Protocol Television). Sin embargo, la mayoría de sus 324 mil clientes a Sept. 30, 2009 tiene el formato DTH, mientras que el formato IPTV está dirigido a un nicho de mercado.

## Liquidity and Debt Structure

### Telefonica Chile

(Mill. CLP, A Sept. 30, 2010)

Estructura de Pasivos		Calendario de Vencimientos de Deuda	
Créditos Sindicados	173.068	2010	871
Bonos Locales Series F	9.301	2011	94.394
Bonos Locales Series L	64.185	2012	62.429
Bonos Locales Series M	20.575	2013	71.867
Bonos Locales Series N	107.696	2014	127.291
Arrendamientos Fin.	4.470	2015	31.524
Coberturas	9.887	2016	762
<b>Total Debt</b>	<b>389.183</b>	<b>Total</b>	<b>389.138</b>
<b>Total Equity</b>	<b>633.631</b>		
<b>Total Pasivos</b>	<b>1.022.814</b>		
		Liquidez	
<b>Total Debt / LTM EBITDA</b>	1,46	Caja y Depósitos	127.037
Net Debt / LTM EBITDA	0,98		
Fuente: Fitch con datos de Telefonica Chile		<b>Total</b>	<b>127.037</b>

Las clasificaciones incorporan la expectativa de que en el largo plazo, el indicador Deuda financiera /EBITDA debería mantenerse en un nivel de igual o inferior a 2,0 veces (x). La generación de flujo de caja debería ser usada para mantener un perfil financiero conservador, para realizar las inversiones necesarias, y finalmente devolver el exceso de flujo de caja a los accionistas. En los últimos 12 meses, terminados en Septiembre de 2010, el indicador de endeudamiento medido como Deuda Financiera sobre FFO ajustado fue de 1,3x, y el indicador de cobertura EBITDA / Gastos financieros fue de 27,3x y 25,1x, beneficiado por las bajas tasas de interés.

Telefónica Chile sigue una conservadora política financiera. A Septiembre de 2010, el total de deuda financiera después de las coberturas de principal alcanzó \$ 389 mil millones y el perfil de vencimientos de ésta es manejable. La deuda está compuesta principalmente por un préstamo sindicado de \$ 173 mil millones de y bonos locales por \$202 mil millones. Toda la deuda está denominada en moneda local después de las coberturas, estando solo el 17% expuesto a la inflación a través de bonos en UF y el 46% tiene una tasa de interés variable. Fitch espera que a medida que las tasas de interés aumenten, la empresa debería continuar aumentando la proporción de deuda con tasas fijas mediante el uso de cobertura.

La posición de liquidez de Telefónica es fuerte. Al 30 de Septiembre de 2010 la caja total alcanzó \$127 mil millones, lo que se compara positivamente con los vencimientos en el corto plazo, y que alcanzan \$76 mil millones. La empresa sigue un enfoque conservador respecto del uso de su caja y sus políticas de inversión, concentrando la mayor parte de su caja en depósitos a corto plazo de entidades clasificados en 'AA -'

escala internacional, o mejores. Al 30 de septiembre de 2010, el 71% de los saldos de efectivo fueron se encuentran invertido en este tipo de instrumentos.

## Características de los Instrumentos

### Emisiones de Bonos

La compañía tiene registradas dos líneas de bonos, N° 576 y N° 577. Sólo la primera cuenta con bonos registrados con cargo a la línea, Series M, N, O, P, de las cuales sólo las dos primeras están emitidas. Adicionalmente, Telefónica cuenta con dos emisiones de bonos, Series F y L, emitidas con anterioridad.

La línea N° 576, inscrita el 31 de Marzo de 2009, cuenta con un monto máximo de 8 UF MM MM plazo de 10 años, mientras que la línea N° 577 inscrita en la misma fecha es por 8 UF y a 30 años plazo.

### Emisiones de Bonos Vigentes

Bonos	Serie F	Serie L	Serie M	Serie N
			Línea N° 576	Línea N° 576
Monto Inscrito	1,5 MM UF	6,0 MM UF	\$125,500 MM	6,0 MM UF
Monto Colocado	0,39 MM UF	3,0 MM UF	\$20.500 MM	5,0 MM UF
Fecha de inscripción	Jun-1991	Dec-2001	Mar-2009	Mar-2009
Fecha de colocación	Mar-06	Mar-06	Abr-09	Abr-09
Tasa efectiva %	6,34%	4,45%	5,93%	3,21%
Tasa Nominal %	6,00%	3,75%	6,05%	3,50%
Plazo vencimiento	25	11	5	5
Amortización	Semestral	Bullet	Bullet	Bullet
Vencimiento	2016	2012	2014	2014
Rescate Anticipado	No	25-10-2007	01-04-2012	01-04-2012
<b>Covenants financieros</b>				
Endeudamiento Max.	2,5x	2,5x	2,5x	2,5x

Endeudamiento: (Total pasivos - Activos de cobertura) / Patrimonio Neto

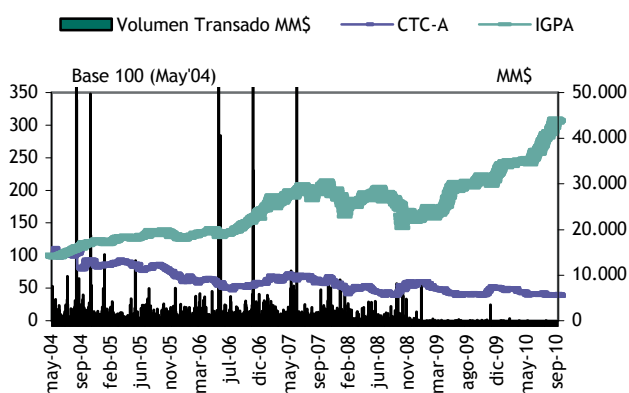
### Línea efectos de comercio 005 y 015

La empresa posee dos líneas de efectos de comercio: la línea 005, inscrita el 27 de enero de 2003, por un monto de \$35.000 millones, no cuenta con pagarés vigentes. Así mismo la línea 015, inscrita el 16 de febrero del 2004, también por \$35.000 millones, no cuenta con pagarés vigentes.

**Títulos Accionarios**

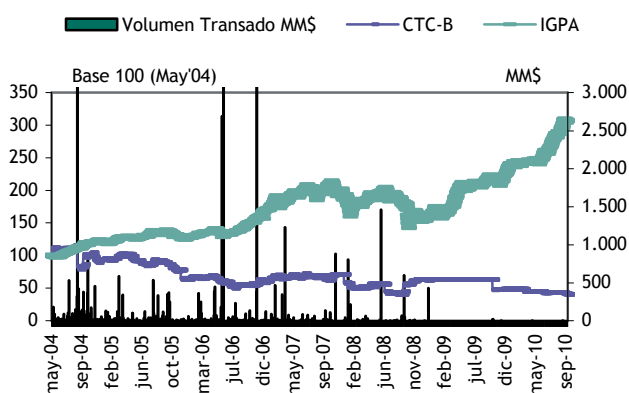
La clasificación de los títulos accionarios Serie A y B de Telefónica Chile, en nivel 4, se fundamenta en su bajo *free float*, su baja presencia bursátil dada la participación mayoritaria de Telefónica S.A, lo que se compensa con la sólida posición de solvencia de la compañía y en su larga trayectoria en Bolsa.

**Evolución Acción CTC (A) v/s IGPA**



Fuente: Fitch Ratings

**Evolución Acción CTC (B) v/s IGPA**



Fuente: Fitch Ratings

**Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.**

	Serie A	Serie B
<b>Fecha de Inicio de Cotización</b>	12-07-1946	12-07-1946
<b>Precio de Cierre (\$)</b>	700	630
<b>Rango de Precio (\$) (52 semanas)</b>	958 - 700	990 - 630
<b>Capitalización Bursátil (MMUS\$) <sup>(1)</sup></b>	1.385,3	1.246,8
<b>Valor Económico de los Activos (MMUS\$) <sup>(2)</sup></b>	1.962,9	1.824,4
<b>Liquidez</b>		
Presencia Bursátil	27,2%	1,2%
Volumen Prom. Ultimo Mes (MUS\$)	4	0
Volumen Prom. Ultimo Año (MUS\$)	49	1
Pertenece al IPSA	NO	NO
Part. del IGPA (año móvil Sep'10)	0,03%	0,00%
Free Float	9,8%	91,0%
<b>Rentabilidad</b>		
Rent. Accionaria (año móvil Sep'10)	-2,78%	-36,36%

(1) Capitalización Bursátil = Número de Acciones \* Precio de Cierre. (2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta. Tipo de cambio al 30/09/10 (US\$=\$483,65).

<b>Telefonica Chile S.A.</b>	<b>LTM Sep-10</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>
Chilean Pesos CLP	<b>IFRS</b>	<b>IFRS</b>	<b>Chilean GAAP</b>	<b>Chilean GAAP</b>	<b>Chilean GAAP</b>
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operacional	267.190.310	254.067.361	271.874.133	284.545.903	292.554.758
EBITDAR Operacional	267.190.310	254.067.361	271.874.133	284.545.903	292.554.758
Margen EBITDA Operacional (%)	37,0	35,7	39,7	45,0	50,7
Margen EBITDAR Operacional (%)	37,0	35,7	39,7	45,0	50,7
(FFO - Gastos Financieros) / Capitalización Ajustada (%)	28,7	27,2	16,4	17,9	21,0
FCF / Ingresos Operacionales (%)	3,2	(1,1)	3,0	12,7	17,5
Retorno sobre Patrimonio Promedio (%)	9,3	5,7	1,9	1,2	2,6
<b>Cobertura (x)</b>					
FFO / Gastos Financieros	27,3	22,7	7,1	12,3	14,0
EBITDA Operacional / Gastos Financieros	25,1	21,2	8,3	15,0	15,0
EBITDAR Operacional / (Gastos Financieros + Gastos Arriendo)	25,1	21,2	8,3	15,0	15,0
EBITDA Operacional/Servicio de Deuda	3,1	2,8	1,7	2,9	12,5
EBITDAR Operacional/ Servicio de Deuda	3,1	2,8	1,7	2,9	12,5
FFO / Gastos Fijos	27,3	22,7	7,1	12,3	14,0
FCF / Servicio de Deuda	0,4	-	0,3	1,0	5,2
FCF + Caja y Valores Líquidos / Servicio de Deuda	1,9	0,7	0,9	2,0	7,6
CFO / Inversiones en Activos Fijos	1,8	1,6	1,2	1,7	2,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento(x)</b>					
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO	1,3	1,6	2,0	1,7	1,5
Deuda Financiera Total /EBITDA Operacional	1,4	1,7	1,7	1,4	1,4
Deuda Financiera Neta Total /EBITDA Operacional	0,9	1,4	1,4	1,0	1,2
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDAR Operacional	1,4	1,7	1,7	1,4	1,4
Deuda Financiera Neta Total Ajustada / EBITDAR Operacional	0,9	1,4	1,4	1,0	1,2
Costo de Financiamiento Estimado (%)	2,4	2,7	7,6	4,8	4,3
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0,2	0,2	0,3	0,2	0
<b>Balance</b>					
Activos Totales	1.326.497.335	1.371.506.592	1.781.145.656	1.684.915.741	1.616.776.249
Caja y Valores Líquidos	127.037.293	61.696.786	86.969.556	93.627.950	57.610.659
Deuda Financiera Corto Plazo	75.940.895	77.903.757	130.812.205	78.276.522	3.844.872
Deuda Financiera Largo Plazo	303.355.369	348.495.331	341.516.716	313.050.170	397.522.774
Deuda Financiera Total	379.296.264	426.399.088	472.328.921	391.326.692	401.367.646
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Financiera Total Ajustada	379.296.264	426.399.088	472.328.921	391.326.692	401.367.646
Patrimonio Total (Incluyendo Intereses Minoritarios)	633.630.866	573.555.307	952.719.565	906.814.637	901.991.162
Capitalización Ajustada	1.012.927.130	999.954.395	1.425.048.486	1.298.141.329	1.303.358.808
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo de Caja Operativo (CFO)	280.124.796	259.735.967	200.861.916	213.281.957	253.671.822
Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	(51.690.069)	(63.088.882)	(17.058.545)	31.002.578	(18.949.446)
Variación del Capital de Trabajo	228.434.727	196.647.085	183.803.371	244.284.535	234.722.376
Inversión en Activos Fijos	(123.782.437)	(125.830.003)	(151.903.186)	(144.654.384)	(109.523.791)
Dividendos	(81.800.405)	(78.869.736)	(11.139.136)	(19.433.564)	(24.022.430)
Flujo de Caja Libre (FCF)	22.851.885	(8.052.654)	20.761.049	80.196.587	101.176.155
Adquisiciones	9.588.862	(191.370)	57.891.225	10.855.310	60.000
Otras Inversiones, Neto	144.138.607	(16.460.321)	(46.077.179)	-	-
Variación Neta de Deuda	(96.909.624)	16.682.882	-	(1.364.664)	(115.037.847)
Variación Neta de capital	-	-	(41.393.078)	(51.445.179)	(40.596.288)
Otros Financiamientos, Netos	(13.335.418)	(1.325.521)	(8.296.026)	(4.101.089)	(687.110)
Variación de Caja Total	66.334.312	(9.346.984)	(17.114.009)	34.140.965	(55.085.090)
<b>Resultados</b>					
Ingresos Operacionales	721.760.786	711.146.908	685.268.218	632.572.010	577.203.534
Variación de Ventas (%)		4	8	10	(1)
EBIT Operacional	94.882.233	90.565.356	57.098.656	68.334.293	82.623.811
Gastos Financieros	10.645.367	11.990.443	32.938.161	18.910.021	19.480.089
Arriendos	-	-	-	-	-
Resultado Neto	57.956.581	43.514.122	17.611.683	10.856.131	23.353.046

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2010 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings, Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion is based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.