

Enka de Colombia S.A. (ENKA)

Informe Integral

Factores relevantes de la calificación

Calificaciones

Emisión de Bonos Ordinarios B(col)

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

| | 30-Sep-12 LTM* | 31-Dic-11 |
|--|-------------------|-----------|
| Total Activos (miles de mill.COP) | 545.593 | 538.264 |
| Total Deuda Financiera (miles de mill.COP) | 36.626 | 26.036 |
| Ingresos (miles de mill.COP) | 299.154 | 342.506 |
| EBITDA (miles de mill.COP) | 1.991 | 2.926 |
| EBITDA(%) | 0,7 | 0,9 |
| Deuda Total / EBITDA(x) | 19,9 | 8,9 |
| EBITDA / intereses (x) | 2,1 | 4,6 |

LTM – últimos doce meses (Last Twelve Months)

Alto Riesgo de Negocio: La calificación refleja la volatilidad de la generación de flujo de caja operativo de ENKA, afectada por la variabilidad de sus volúmenes de venta, así como también la vulnerabilidad a variables exógenas como la volatilidad de los costos de materias primas y la tasa de cambio. Adicionalmente, las operaciones son afectadas por las fuertes presiones competitivas y la mayor vulnerabilidad a episodios de contracción de la actividad económica en los mercados que atiende la compañía.

Deterioro de los Indicadores Crediticios: Durante el año 2012, la reducción de los niveles de EBITDA y el incremento del endeudamiento para financiar el plan de inversiones generó un deterioro de las métricas crediticias de ENKA, superior al anticipado. Al cierre de septiembre de 2012, la relación de Deuda Financiera a EBITDA LTM se ubicó en 19,9 veces. La calificación incorpora la expectativa que los niveles de apalancamiento se reducirán de forma sostenida a partir del año 2013, con la entrada en operación de los proyectos en ejecución.

Agresivo Plan de Inversiones: ENKA se encuentra ejecutando un ambicioso programa de inversiones de capital, enfocado a ejercer un mayor control sobre los costos de energía, así como también para desarrollar una nueva línea de negocio con base en PET reciclado. Si bien el éxito de dichas inversiones le permitirá mantener una estructura de costos más competitiva, a la vez que lograría tener un incremento en ingresos y una generación de flujo de caja operativo más robusta. Fitch considera que la cuantía de las inversiones y el endeudamiento asociado de estos proyectos le imponen significativos retos operativos y financieros a ENKA.

Diversificación de Ingresos: Las operaciones de ENKA se han beneficiado por su diversificación geográfica y de productos, lo cual ha permitido evitar un mayor impacto en sus operaciones por los efectos de la contracción económica y las fuertes presiones competitivas presentes en sus principales mercados. Durante los primeros 9 meses del año 2012, un 35% de los ingresos de la empresa provinieron de exportaciones, constituidos principalmente por productos de la línea de hilos industriales hacia países de Latinoamérica.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Perspectiva Negativa: La calificación asignada podría ser reducida ante la ocurrencia de los siguientes factores: Retrasos o sobrecostos en la implementación de los proyectos en ejecución; rentabilidad de las inversiones inferior a la planificada o registro de flujo de caja negativo más allá del año 2012, lo cual mantenga el apalancamiento en cifras superiores a las 10 veces hasta finales de 2013 y coloque mayores presiones al pago de los compromisos financieros de corto plazo.

Liquidez y Estructura de Deuda

Los niveles de efectivo de ENKA se reducirán en los próximos dos años, arrastrado por la aun limitada generación operativa y las cuantiosas inversiones de capital previstas hasta el año 2013. La reducción proyectada en niveles de efectivo a mediano plazo refuerzan la necesidad que los proyectos entren en operación y generen el flujo de caja operativo previsto. El esquema de financiamiento bancario de largo plazo utilizado para financiar las inversiones de capital mitiga en cierta medida el riesgo de refinanciamiento derivado de los altos niveles de apalancamiento.

Analistas

Jorge Yanes
+571 326 9999 Ext. 1170
Jorge.yanes@fitchratings.com

Natalia O'Byrne
+571 326 9999 Ext. 1110
Natalia.obyrne@fitchratings.com

Eventos Recientes

ENKA continúa desarrollando dos proyectos dirigidos tanto a lograr una estructura de costos más competitiva como a generar nuevas fuentes de ingreso para la empresa. Se espera que las inversiones de capital requeridas por estos proyectos entre los años 2012-2013 consuman la mayor parte de la posición de liquidez que tiene la empresa en la actualidad, por lo cual el éxito en la ejecución de los proyectos en los tiempos, costos y rentabilidad previstos resulta necesario para que la empresa pueda asumir los compromisos financieros en los próximos años.

Proyecto de Autogeneración Eléctrica: Enka se encuentra ejecutando un proyecto para autoabastecer en un 70% sus necesidades de energía eléctrica y reducir significativamente sus costos de operación. En este sentido, la empresa está construyendo una planta de generación a carbón, con una capacidad de generación de 14MW. Enka estima reducir los costos operativos en aproximadamente en 9.000 millones de pesos anuales cuando comience a operar la planta en el tercer trimestre de 2013. El costo del proyecto es de unos 22 millones de dólares y cuenta con un financiamiento bancario de 13 millones de dólares a 10 años, con 2 años de gracia. El riesgo de implementación de este proyecto se encuentra mitigado en cierta medida por el hecho que al cierre de septiembre de 2012 ENKA ha venido ejecutando el proyecto dentro del presupuesto y plazos previstos.

Proyecto de PET Botella a Botella: Este proyecto consiste en el desarrollo de una línea de producción que convierta las botellas de PET recicladas en resina de PET apta para ser utilizada en la elaboración de nuevas botellas. Se espera que este proyecto comience a operar en el primer trimestre del 2014 e implique inversiones por 23 millones de dólares, con un financiamiento de 10,5 millones de dólares a 10 años, con 2 años de gracia. La capacidad instalada será de 18.000 toneladas de resina por año, con lo cual la empresa espera registrar ventas hasta de 35 millones de dólares por año. La producción de esta planta estará dirigida a empresas embotelladoras que valoran las iniciativas de producción bajo criterios de desarrollo sostenible. En este sentido, ENKA ha involucrado a sus potenciales clientes de esta línea de producción en la ejecución del proyecto, con el objetivo de reducir los riesgos comerciales.

En opinión de Fitch, la ejecución de este proyecto constituye importantes retos operativos y financieros para ENKA, por una parte, implica expandir su red de captación de botellas de PET de 1.100 toneladas mensuales que recolecta actualmente, a 2.800 que son requeridas para la operación de las plantas a su total capacidad. Adicionalmente, la operación concentraría un 20% de los ingresos prospectivos de ENKA en pocas empresas, con las que a la fecha aun no se cuenta con acuerdos de suministro de largo plazo. Sin embargo, este riesgo de concentración estaría mitigado en cierta medida por la calidad crediticia de sus potenciales clientes y la estrecha relación que han mantenido durante las fases iniciales de ejecución del proyecto.

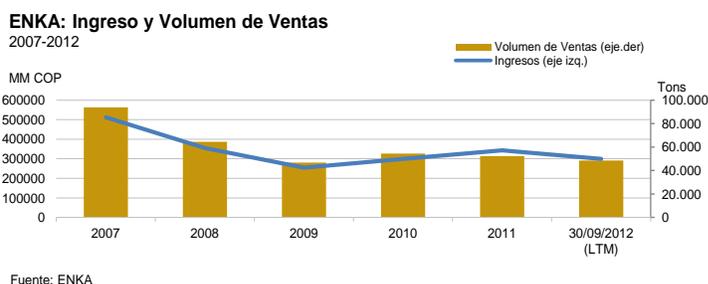
Fitch valora positivamente el hecho que la implementación del proyecto de Botella a Botella haría que los ingresos futuros de la empresa dependan en mayor parte del sector de alimentos y bebidas, cuyos volúmenes de venta son menos vulnerables a los ciclos económicos. Adicionalmente, se espera que la empresa pueda ejercer un mayor control sobre sus costos de materia prima, comparado con sus líneas de negocio tradicionales, lo cual se traduciría en un fortalecimiento de los márgenes operativos.

Zona Franca: ENKA se encuentra en negociaciones para desarrollar un proyecto de zona franca en Antioquia, en el cual la empresa va a aportar el terreno en el que se desarrollará el proyecto y como contraprestación recibirá un espacio dentro de la futura zona franca, la cual ofrece beneficios tributarios y aduaneros a sus usuarios.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Históricamente, el desempeño financiero de ENKA ha estado influenciado por la volatilidad de sus volúmenes de venta y de los costos de materia prima. Adicionalmente, los márgenes de la empresa se han visto afectados por los movimientos de la tasa de cambio local, por el hecho que la mayor parte de la prima es importada y un alto componente de las ventas están denominadas en dólares. Es importante destacar que, como parte de la estrategia operativa y financiera de la empresa, ENKA contrata mecanismos de cobertura para mitigar en cierta medida la exposición a la volatilidad del tipo de cambio.

Los volúmenes de venta de ENKA también reflejan las altas presiones competitivas en la mayor parte de los sectores que atiende, los cuales están más expuestos a los ciclos económicos. La estrategia operativa de la empresa se ha enfocado en la búsqueda de nichos de mercado de productos de mayor valor agregado y alta rentabilidad, con lo cual la empresa ha compensado en parte la reducción de los volúmenes de venta. Es así como al cierre de septiembre de 2012, los ingresos LTM de ENKA se redujeron en 12% hasta 299.154 millones de pesos, mientras que se registró una contracción de los volúmenes de venta hasta 36.891 toneladas LTM.

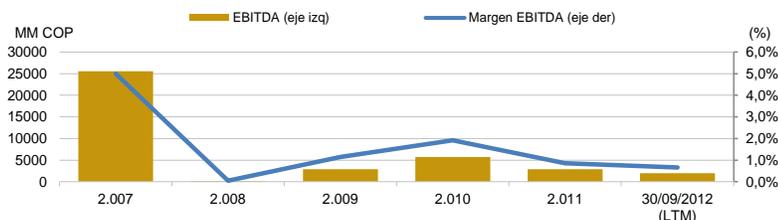


Los bajos márgenes de Enka continúan evidenciando la vulnerabilidad de la empresa ante factores como la volatilidad en el costo de las materias primas, las fuertes presiones competitivas en los mercados que atiende y los movimientos del tipo de cambio. Al cierre de septiembre 2012, el EBITDA LTM de la empresa se ubicó en 1.991 millones de pesos, representando un margen de 0,7% con respecto a las ventas. Dentro de la estrategia financiera de ENKA se destaca que la cartera de cuentas por cobrar se encuentra asegurada en su mayor parte por empresas aseguradoras locales, incrementando la expectativa de recaudo de la misma.

Hacia adelante, el desempeño de los ingresos y rentabilidad de la empresa está vinculado fundamentalmente al éxito en la entrada en operación del proyecto de Botella a Botella, el cual pudiese representar más del 20% de los ingresos actuales de la empresa, además constituiría una base de ingresos más estable, en la medida que sus clientes finales, constituidos por empresas pertenecientes al sector de bebidas están menos expuestos a los ciclos económicos. Adicionalmente, el éxito en proyectos dirigidos a tener un mejor control de los costos operativos reduciría la desventaja estructural que mantiene la empresa en su proceso productivo con respecto a sus competidores globales en esta industria.

ENKA: EBITDA y Margen

2007-2012



Fuente: ENKA

La limitada generación de flujo de caja operativo, aunado al inicio de la ejecución del ambicioso plan de inversiones de la empresa se ha reflejado en una reducción del efectivo e inversiones temporales y un incremento de los niveles de apalancamiento. Al cierre de septiembre del año 2012, la deuda financiera de la empresa se ubicó en 39.626 millones de pesos, representando 19,9 veces con respecto al EBITDA generado en el período. La calificación incorpora la expectativa que la entrada en operación de dichos proyectos genere un significativo incremento del flujo de caja operativo que resulte en una rápida reducción del apalancamiento de la empresa hasta niveles inferiores a 4 veces luego del año 2014. En este sentido, la puesta en operación de estos proyectos en los plazos y rentabilidad previstos resulta esencial para el pago de las obligaciones financieras.

Perfil

ENKA fue creada en 1964 para la producción de polímeros y fibras sintéticas de poliamida (Nylon) y Poliéster. Actualmente, Enka es el mayor fabricante de fibras sintéticas del Grupo Andino atendiendo la industria textil y química, además de suministrar las materias primas del plástico y el material de refuerzo para la fabricación de llantas. Su planta de producción está ubicada en el municipio de Girardota, a 28 km de Medellín. En el año 2009, ENKA comenzó las operaciones de una planta de reciclaje de PET, con una capacidad de producción de 7.500 toneladas al año, con el objetivo de convertir botellas de PET recicladas en materia prima para la producción de fibras de alto valor agregado para la industria textil. Enka recicla actualmente cerca de un millón de botellas diarias, convirtiéndose en la empresa líder en reciclaje de PET en Colombia

Los ingresos de la empresa están explicados principalmente por su participación en cinco líneas de productos: Hilos Industriales, Fibras, Filamentos, Resinas y Comercialización. Por su parte, al cierre de septiembre del año 2012, un 35% de las ventas de la empresa provienen de las exportaciones, principalmente dirigidas a Perú, Brasil y México, la empresa se ha esforzado en penetrar mercados en donde tienen ventajas competitivas por la cercanía geográfica, la mayor velocidad de respuesta en el envío y el manejo de pedidos acordes con las necesidades de sus clientes

Dado que la empresa mantiene una emisión de bonos en circulación y sus acciones cotizan en la bolsa de valores local, ENKA está sometida a la supervisión por parte de las autoridades regulatorias del país, lo cual promueve el establecimiento de prácticas adecuadas de gobierno corporativo. La propiedad accionaria se encuentra distribuida entre inversionistas locales, tanto individuales como institucionales.

Ley 550

A comienzos de la década de 2000, el sector textil en Colombia atravesaba por una difícil situación que afectó directamente la rentabilidad de la empresa. Esta condición se profundizó aun más por las condiciones políticas y económicas presentes en los mercados de exportación, y junto con la acumulación de un pasivo muy elevado, obligaron a ENKA a realizar una restructuración de sus acreencias bajo el amparo de la Ley 550 de 1999. Dicha restructuración contempló el pago de las acreencias externas, que incluían entidades financieras, tenedores de bonos y proveedores.

En virtud del acuerdo de restructuración, para las acreencias en moneda nacional se otorgó un periodo de gracia para el pago de intereses hasta el 30 de marzo de 2008 y de capital hasta el 30 de marzo de 2012. De manera que, los intereses acumulados antes y durante el período de gracia y los que se causen a partir del 1 de enero del 2012, se pagarán junto con la amortización de capital, en 40 contados trimestrales, el primero de los cuales comenzó a pagarse en marzo 2012.

Estrategia y Posición Competitiva

Durante los últimos años la estrategia de ENKA se ha basado en el desarrollo e innovación productos de alto valor agregado, con el objeto de generar un mayor margen operativo. Asimismo, la empresa ha realizado grandes esfuerzos en ejercer un mayor control sobre sus costos operativos, a través de procesos como y el autoabastecimiento de electricidad, lo cual apunta a tener una estructura de costos más competitiva de cara a volatilidad de los mercados en donde opera.

Dada la poca diferenciación de los productos y la limitada capacidad de definir los precios en este mercado, las empresas basan su rentabilidad en la obtención de eficiencias operativas. En este sentido, las grandes empresas se benefician de las economías de escala en la producción y en la adquisición de materias primas, mientras que las empresas con menor capacidad instalada pueden competir produciendo fibras sintéticas especializadas, adaptándose a necesidades específicas de sus clientes objetivo. El costo de las materias primas sigue en mayor medida la tendencia de los precios del petróleo, así como también es influenciado por el precio de productos sustitutos como el algodón. Dado que el costo de las materias primas representa cerca del 70% de los costos de producción, la gestión del capital de trabajo y la obtención de economías de escala resulta clave en este mercado.

| Enka de Colombia S.A. | | | | | | | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|---------|--|
| Resumen Financiero - | | | | | | | |
| Cifras en Millones de Pesos | | | | | | | |
| | sep-12 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | |
| Rentabilidad | | | | | | | |
| EBITDA Operativo LTM | 1.991 | 2.926 | 5.752 | 2.929 | 167 | 25.557 | |
| EBITDAR Operativo LTM | 1.991 | 2.926 | 5.752 | 2.929 | 167 | 25.557 | |
| Margen de EBITDA (%) LTM | 0,7 | 0,9 | 1,9 | 1,1 | 0,0 | 5,0 | |
| Margen de EBITDAR (%) LTM | 0,7 | 0,9 | 1,9 | 1,1 | 0 | 5,0 | |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM | 0,2 | 3,0 | 2,5 | (23,3) | (0,9) | 3,2 | |
| Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM | (6,0) | (1,8) | (7,8) | (8,7) | 8,4 | 2,2 | |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM | (1,8) | (2,8) | 0,1 | (3,0) | (5,0) | 2,5 | |
| Coberturas | | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos LTM | 1,0 | 22,5 | 12,0 | (21,5) | (1,3) | 3,6 | |
| EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos | 2,1 | 4,6 | 5,7 | 1,2 | 0,0 | 4,9 | |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres) | 2,1 | 4,6 | 5,7 | 1,2 | 0,0 | 4,9 | |
| EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM | 0,2 | 0,3 | 1,1 | 0,5 | 0,0 | 2,6 | |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda LTM | 0,2 | 0,3 | 1,1 | 0,5 | 0,0 | 2,6 | |
| FGO / Cargos Fijos LTM | 1,0 | 22,5 | 12,0 | (21,5) | (1,3) | 3,6 | |
| FCL / Servicio de Deuda LTM | (1,4) | (0,6) | (4,2) | (3,1) | 4,2 | 1,7 | |
| (FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM | (0,9) | 0,4 | (2,7) | 1,8 | 11,5 | 5,1 | |
| FCO / Inversiones de Capital LTM | 0,3 | 0,3 | (18,6) | (2,3) | 4,3 | 2,3 | |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO LTM | 42,2 | 1,8 | 1,5 | (0,3) | (3,3) | 1,4 | |
| Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM | 19,9 | 8,9 | 3,1 | 6,0 | 89,9 | 1,0 | |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM | 16,7 | 5,7 | 1,7 | (4,6) | (253,8) | (0,3) | |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo LTM | 19,9 | 8,9 | 3,1 | 6,0 | 89,9 | 1,0 | |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo LTM | 16,7 | 5,7 | 1,7 | (4,6) | (253,8) | (0,3) | |
| Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM | 0,0 | 0,0 | 5,8 | 14,5 | 16,7 | 5,8 | |
| Deuda Garantizada / Deuda Total | | | | | | | |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | |
| Balance | | | | | | | |
| Total Activos | 545.593 | 538.264 | 540.728 | 600.217 | 609.556 | 661.337 | |
| Caja e Inversiones Corrientes | 6.313 | 9.489 | 7.789 | 31.063 | 57.397 | 33.143 | |
| Deuda Corto Plazo | 11.022 | 8.812 | 4.275 | 3.946 | 4.442 | 4.442 | |
| Deuda Largo Plazo | 28.604 | 17.224 | 13.346 | 13.511 | 10.564 | 21.713 | |
| Deuda Total | 39.626 | 26.036 | 17.621 | 17.457 | 15.006 | 26.155 | |
| Deuda asimilable al Patrimonio | | | | | | | |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 39.626 | 26.036 | 17.621 | 17.457 | 15.006 | 26.155 | |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 39.626 | 26.036 | 17.621 | 17.457 | 15.006 | 26.155 | |
| Total Patrimonio | 441.907 | 446.290 | 458.772 | 200.077 | 517.330 | 555.276 | |
| Total Capital Ajustado | 481.533 | 472.326 | 476.393 | 217.534 | 532.336 | 581.431 | |
| Flujo de Caja (LTM) | | | | | | | |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO) | 5 | 13.564 | 11.054 | (53.002) | (8.040) | 13.635 | |
| Variación del Capital de Trabajo | 6.107 | (10.834) | (33.185) | 37.660 | 46.766 | 6.118 | |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 6.112 | 2.730 | (22.131) | (15.342) | 38.726 | 19.753 | |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Inversiones de Capital | (23.964) | (8.772) | (1.193) | (6.736) | (8.926) | (8.697) | |
| Dividendos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Flujo de Caja Libre (FCL) | (17.852) | (6.042) | (23.324) | (22.078) | 29.800 | 11.056 | |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Otras Inversiones, Neto | 330 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Variación Neta de Deuda | 16.280 | 7.742 | 50 | (4.256) | (4.442) | (3.721) | |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Otros (Inversión y Financiación) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Variación de Caja | (1.242) | 1.700 | (23.274) | (26.334) | 25.358 | 7.335 | |
| Estado de Resultados (LTM) | | | | | | | |
| Ventas Netas | 299.154 | 342.506 | 299.637 | 254.741 | 354.979 | 511.562 | |
| Variación de Ventas (%) | (14,1) | 0,1 | 17,6 | (28,2) | (30,6) | (6) | |
| EBIT Operativo | (9.135) | (8.753) | (7.110) | (10.628) | (15.123) | 7.694 | |
| Intereses Financieros Brutos | 933 | 630 | 1.009 | 2.358 | 3.445 | 5.235 | |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Resultado Neto | (8.182) | (12.482) | 465 | (10.873) | (27.003) | 11.907 | |

Relación con los medios: María Consuelo Pérez, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1460, Email: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 6 de Noviembre de 2012
Acta Número: 2847

Objeto del Comité: Revisión periódica

Definición de la Calificación de Largo Plazo B(col): Altamente especulativa. Implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago oportuno depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Las calificaciones antes 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.

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Sergio Rodríguez, María Pía Medrano, José Luis Rivas. *Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora www.fitchratings.com.co

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://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 PUBLICAS, 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 INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2012 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información 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 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 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 afirmó 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 por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, 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 sólo 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, 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, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. 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 disseminación 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 del 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.