

Cintac S.A.

Cintac Análisis de Riesgo

Clasificaciones de Cintac

Nacional	
Solvencia de Largo Plazo	'A(cl)'
Línea de Bonos N°556	'A(cl)'
Títulos Accionarios	Nivel 3

Outlook

Línea de Bonos	Estable
----------------	---------

Resumen Financiero

(Cifras en miles de USD)

(12 meses)	31/12/11	31/12/10
Total Activos	345.848	317.661
Deuda C/P	98.761	49.411
Deuda L/P	36.727	56.166
Deuda Financiera	135.488	105.577
Total		
Ingresos	369.031	289.581
EBITDA	42.381	42.582
CFO	(6.774)	2.994
CAPEX	(15.384)	(16.475)
Dividendos	(12.902)	(4.970)
Pagados		
FCF	(35.060)	(18.451)
Deuda/ EBITDA (x)	3,2	2,5
EBITDA/ intereses (x)	7,5	11,7

C/P: Corto Plazo; L/P: Largo Plazo; CFO: Flujo de Caja Operacional; FCF: Flujo de Caja Libre.

Informes relacionados

CAP S.A.: Análisis de Riesgo, 8 de abril de 2011.

Analistas

Andrea Jiménez F.
+56-2-499 3322
andrea.jimenez@fitchratings.com

Jay Djemal
+1-312-368-3134
jay.djemal@fitchratings.com

Factores relevantes de la clasificación

Buen posicionamiento y adecuado mix de productos: Las clasificaciones de Cintac se fundamentan en un perfil de negocios consolidado, considerando un creciente volumen de despachos durante los últimos tres años, aumentando casi un 25% en 2011; un adecuado mix de productos que le otorgan fortalezas en su oferta; y en el importante posicionamiento de mercado que ostentan las compañías del grupo Cintac, siendo líderes en los distintos segmentos en los cuales participan.

Respaldo de su principal accionista: Factor relevante en la clasificación es el respaldo que recibe por parte de su principal accionista, CAP S.A. ("CAP"; 'AA-(cl)'/ Outlook Estable), quien controla el 61,96% de Cintac y es la principal productora de mineral de hierro y acero del país. Las operaciones de Cintac son parte de la integración vertical de las operaciones de su matriz, quién es su principal proveedor de acero a nivel local.

Ciclicidad del negocio y volatilidad del precio futuro del acero: El desempeño de Cintac se encuentra fuertemente correlacionado a la evolución de los indicadores macroeconómicos de los países donde participa, específicamente en el sector construcción e industrial, los cuales han mostrado volatilidad durante los últimos cuatro años. A su vez, las variaciones del precio futuro del acero, insumo que constituye aproximadamente el 80% de los costos de producción de Cintac, afectan las expectativas de demanda de clientes y por ende, también influyen en el resultado de la compañía.

Requerimientos de capital de trabajo y déficit en Flujo de Caja Libre (FCF): Durante el año 2011 el crecimiento en la demanda por productos basados en acero llevó a que la compañía fuera más intensiva en sus requerimientos de capital de trabajo. Esto como efecto de un mayor abastecimiento de acero a nivel local - a diferencia de 2010 cuando la compañía importa la mayoría de sus insumos - lo que significó uso de financiamiento con proveedores. Al cierre de 2011, Cintac exhibió una generación de flujo de caja operacional (CFO) negativa, lo que sumado a inversiones en activo fijo por US\$15 millones y repartos de dividendos por US\$12 millones, derivó en que la compañía mantuviera su déficit de flujo de caja libre por US\$35 millones.

Incremento de su endeudamiento: Efecto principalmente de aumentos de deuda relacionada a cartas de crédito para enfrentar la mayor demanda. Lo anterior llevó a que la deuda financiera alcanzara US\$135 millones, subiendo desde los US\$106 millones en 2010. Paralelamente, la generación de EBITDA de Cintac se mantuvo en línea con la registrada en el año anterior, en torno a los US\$40 millones. Con todo, la relación deuda financiera / EBITDA de Cintac aumentó a 3,2 veces (x) desde 2,5x en 2010. Para el año 2012 Fitch espera que Cintac maneje sus niveles de deuda en forma conservadora, no poniendo mayor presión en sus niveles crediticios.

Abultado nivel de deuda en corto plazo presiona liquidez: Al 31 de diciembre de 2011, la compañía mantuvo un 73% (47% en 2010) de sus obligaciones financieras en el corto plazo. Esta mayor proporción se explica principalmente por el incremento de cartas de crédito de importación, tanto por el mayor uso de este tipo de financiamiento, como también por efecto del aumento de la demanda en 2011 y por el incremento en el costo de las materias primas. Fitch esperaría que Cintac logre disminuir su concentración de deuda de corto plazo y reestructure parte de ésta al largo plazo, privilegiando un perfil de crédito más holgado.

Clasificación de acciones: Se apoya en su consolidada historia bursátil y en la liquidez de sus títulos, los cuales le permiten ubicarse en los rangos promedio de las compañías clasificadas en Nivel 3. Al 31 de enero de 2012, la capitalización bursátil alcanzó US\$216 millones, la presencia llegó a un 32%, mientras que los volúmenes diarios promedio transados fueron de US\$143 mil en el último mes y US\$65 mil en el último año.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Deuda acotada a su generación: La clasificación de solvencia podría afectarse positivamente en la medida que Cintac mantuviera un acotado perfil de endeudamiento en relación a su generación operacional, mejorando sus medidas crediticias.

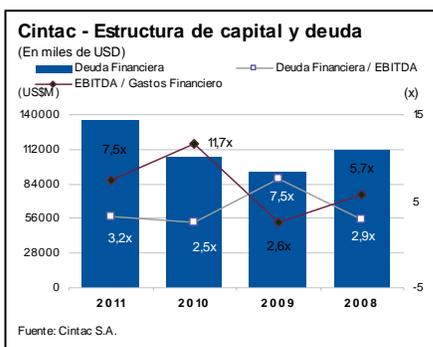
Debilitamiento sustancial en la demanda: La clasificación de la compañía podría verse afectada negativamente de evidenciarse un debilitamiento en la demanda de sus productos que originara una disminución en los niveles de generación operacional y que estos no pudieran verse compensados por un buen nivel de liquidez y/o apoyo de sus accionistas principales.

Liquidez y Estructura de deuda

La deuda financiera de Cintac ha continuado con su tendencia al alza, luego de que en 2011 se incrementara en un 28,3% respecto al cierre de 2010, acumulando US\$135 millones. Este mayor endeudamiento está principalmente relacionado a incrementos de deuda en el corto plazo, donde se concentra un 73% del total del endeudamiento de la compañía. La deuda de corto plazo de Cintac totalizó US\$99 millones, de los cuales US\$68 millones corresponden a cartas de crédito (50% del total de la deuda de 2011), US\$13,7 millones a factoring (10%) y el remanente a la porción corriente de créditos de largo plazo (12%).

Esta mayor proporción de obligaciones en el corto plazo se explica principalmente por el incremento de cartas de crédito de importación, las que llegaron a US\$68 millones (versus US\$21,7 millones en 2010). Lo anterior se debió tanto al mayor uso de este tipo de financiamiento que presenta un menor costo; como también en respuesta al aumento de la demanda durante 2011 (que elevó en un 25% el volumen despachado del año) y al incremento en el costo de las materias primas. Fitch esperaría que Cintac logre disminuir su concentración de deuda de corto plazo y reestructure parte de ésta al largo plazo, privilegiando un perfil de crédito más holgado.

Por otra parte, la deuda de largo plazo de Cintac por US\$36,7 millones, está compuesta fundamentalmente por tres créditos con bancos locales. Uno de ellos corresponde a un préstamo con banco Santander, cuyo monto original fue de US\$30 millones (en 2008), y que se usó para refinanciar cartas de crédito. Los otros dos créditos remanentes están contratados con Banco de Chile y banco Santander por \$9 mil millones cada uno, los que fueron otorgados en 2009 para refinanciar pasivos de corto plazo.



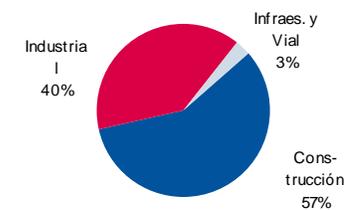
(en miles de USD)	2011		2010	
Cartas de Crédito	68.141	50%	21.715	21%
Factoring	13.768	10%	14.672	14%
Porción CP - Bancos LP	16.770	12%	12.996	12%
Leasing CP	82	0%	28	0%
Bancos LP	36.668	27%	56.153	53%
Leasing LP	59	0%	13	0%
Total Deuda	135.488	100%	105.577	100%
Deuda CP	98.761	73%	49.411	47%
Deuda LP	36.727	27%	56.166	53%

Fuente: Cintac S.A.

Los próximos vencimientos de deuda de largo plazo para los años 2012 y 2013 ascienden a US\$16,7 millones y US\$36,6 millones, respectivamente, obligaciones que corresponden a préstamos bancarios con los bancos BCI, Estado y Santander. A su vez, al 31 de diciembre de 2011, Cintac mantenía \$16,9 millones en caja y valores líquidos, que entregan los recursos necesarios para cubrir los vencimientos de los siguientes 12 meses.

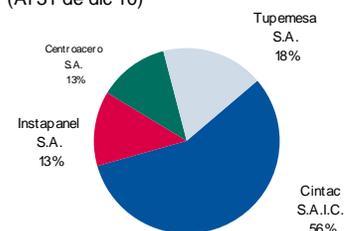
Bajo este escenario de deuda, Fitch valora el respaldo del grupo CAP, considerando su sólida posición de liquidez y un manejo conservador de su estructura de endeudamiento. Lo anterior sustenta el amplio acceso de Cintac a la banca local y la disponibilidad de líneas de crédito.

Cintac - Ingresos por Sector (Al 31 de dic'11)



Fuente: Cintac S.A.

Cintac - EBITDA por filial (Al 31 de dic'10)



Fuente: Cintac S.A.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Durante el año 2011, los ingresos de Cintac aumentaron un 27,4% con respecto al año anterior llegando aproximadamente a los USD369 millones, básicamente por el incremento en volúmenes físicos vendidos. En 2011 la compañía acumuló una venta física de 300 mil toneladas, lo que significó un aumento de un 25% comparado al año anterior, cuando se vendieron 240 mil toneladas. Por otra parte, el precio promedio de venta exhibió un incremento menos significativo, aumentando un 2% respecto al período anterior.

En cuanto a la composición de sus ingresos, durante el año 2011 el 57% de las ventas de Cintac provenían del sector construcción, cuyas ventas acumularon US\$212 millones. Dicho segmento exhibió un mejorado desempeño, con ventas creciendo un 19,2% respecto al período anterior, producto de los mayores volúmenes de ventas físicas del año, en línea con el mejorado escenario que enfrenta el mercado inmobiliario.

El sector industrial representó un 40% de los ingresos de la compañía, acumulando ventas por US\$146,2 millones. Dicho resultado se compara favorablemente con el registrado en 2010, creciendo un 46% durante el año 2011. Lo anterior se fundamenta en gran medida por la estabilidad en la demanda por proyectos vinculados a la minería, y además a la mayor actividad de otros sectores industriales como la construcción de bodegas, centros de distribución y plantas productivas.

El sector de infraestructura y vial representó un 3% de las ventas de Cintac, acumulando ingresos por US\$11,2 millones en 2011 (US\$8,1 millones en 2010).

Respecto al resultado bruto, la compañía registró un aumento en su costo de venta, el que creció un 36,8% respecto a 2010. Lo anterior se debió fundamentalmente a los mayores volúmenes comercializados y en menor medida, a un aumento en el costo unitario, fruto de alzas en el costo de la materia prima principalmente. Con todo, la ganancia bruta de Cintac se mantuvo estable, acumulando US\$69,7 millones versus US\$70,8 millones en 2011 y 2010, respectivamente.

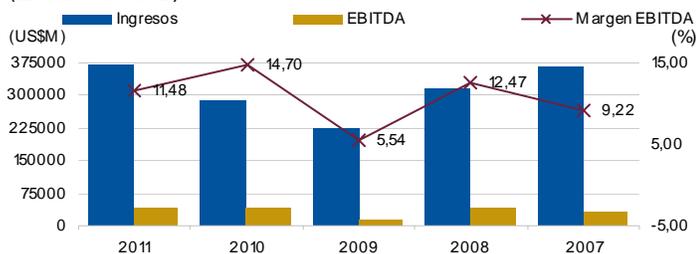
Por su parte el EBITDA de Cintac en 2011 se mantuvo en línea con el exhibido en 2010, totalizando US\$42,3 millones (US\$42,5 millones en 2010). El mayor aporte en el resultado operacional de Cintac vino principalmente dado por la unidad Cintac S.A.I.C.I., negocio que generó cerca del 56% del EBITDA consolidado. Esta filial continúa siendo la principal fuente generadora de flujos de la compañía, concentrando gran parte de su operación en el sector inmobiliario tanto residencial como comercial. Durante el año 2011, el volumen despachado de esta filial creció casi un 30%, acumulando 176 mil toneladas.

	2011	2010	Var.(%)
Construcción	212.114	177.975	19,2%
Industrial	146.171	100.367	45,6%
Infraestructura y Vial	11.244	8.064	39,4%
Reventa y Serv.	11	8	38,3%
Total	369.529	286.406	29,0%

	2011	2010	Var.(%)
Cintac S.A.I.C.	175,7	135,6	29,6%
Instapanel S.A.	34,4	22,6	52,2%
Centrocero S.A.	56,7	49,4	14,8%
Tupemesa S.A.	33,6	32,6	3,1%
Total	300,4	240,2	25,1%

Cintac - Evolución de Ingresos y EBITDA

(En miles de USD)



Fuente: Cintac S.A.

Respecto a la generación de flujo de caja al cierre de 2011, la compañía exhibió un déficit en su flujo de caja operativo (CFO), producto de los altos requerimientos de capital de trabajo registrados en el año. Básicamente esto se explica por efecto puntual del año base 2010, período en el cual se obtuvo un mayor precio final – fruto del terremoto y la falta de oferta de acero – lo que derivó en una liberación de capital de trabajo. Por el contrario, en 2011 la mayor actividad incrementó la variación de cuentas por pagar a proveedores, mientras que los precios finales sólo crecieron cerca de un 2%, por lo que la variación de cuentas por cobrar a clientes se mantuvo en línea con la de 2010. Con todo, el CFO de Cintac reportó un saldo negativo de US\$6,7 millones, comparado con los US\$2,9 millones obtenidos en 2010.

Adicionalmente, la compañía repartió dividendos por US\$12,9 millones y realizó inversiones de activo fijo por US\$15,4 millones, generando un flujo de caja libre negativo (FCF) de US\$35 millones. Dicho déficit fue cubierto principalmente con aumento de deuda a través de la renovación de las cartas de crédito que mantenían desde el año 2010.

Al cierre del 2011, Cintac obtuvo una cobertura de Deuda Financiera/EBITDA de 3,2x, comparado con 2,5x en 2010, y una cobertura de EBITDA / Gasto Financiero de 7,5x en 2011 comparado con 11,7x en 2010. La estrechez de los indicadores crediticios de Cintac responden al impacto que ha tenido el incremento del endeudamiento de la compañía para financiar el mayor requerimiento de capital de trabajo del período.

Perfil

Cintac S.A. y sus filiales constituyen un holding de compañías productivas dedicado a la producción y comercialización de diversos productos derivados del acero para abastecer principalmente a la industria de la construcción, tanto habitacional como comercial e industrial.

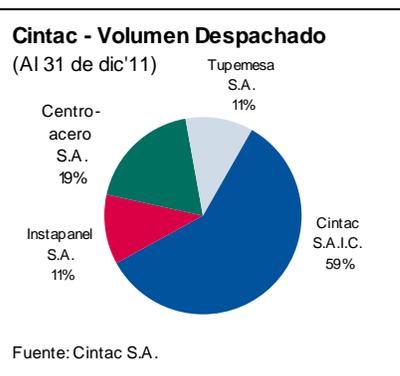
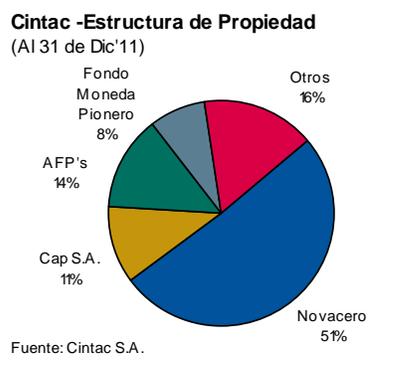
Cintac S.A. es controlada en un 61,96% por CAP S.A., que a través de Novacero S.A. posee en forma indirecta un 50,9% de propiedad y en forma directa un 11%.

La compañía inició sus actividades en Chile en 1956 y posteriormente, extendió sus operaciones a nivel internacional, con la adquisición de Tasa en Argentina (1995) y Tupemesa en Perú (1996). Las operaciones en Argentina, sin embargo, fueron separadas de Cintac en 2002, tras la severa crisis económica de dicho mercado. De esta manera, actualmente la compañía está constituida por siete empresas, con operaciones principalmente en Chile y en Perú, mercado que es abastecido tanto con la producción local como con importaciones desde Cintac Chile.

Operaciones

Cintac vendió en 2011 300 mil toneladas de producto, en su mayoría productos tradicionales vendidos en el mercado interno. La mayor parte de los ingresos de Cintac se genera por la venta de productos tradicionales (tubos, cañerías, perfiles), con cerca de un 59% de las ventas físicas, un 30% proviene de la venta de productos industriales, como Instapanel y Centroacero, mientras que su filial Tupemesa en Perú produce el remanente. Para la elaboración de sus productos, la compañía utiliza en su mayoría acero laminado en caliente, laminado en frío y galvanizado. Cintac ha complementado su oferta con servicios anexos de asesoría, de manera de entregar finalmente soluciones constructivas y así lograr una mayor penetración de sus productos.

Cintac S.A.I.C.: Desarrolla la actividad productiva y de comercialización de tubos, perfiles, y sistemas constructivos de acero (“Metalcon”, “Tornaluz” y “Tubest”, entre otros). El producto “Metalcon” está dirigido preferentemente al sector inmobiliario, siendo un sistema constructivo para la fabricación de tabiques, cielos rasos y muros estructurales para viviendas. El “Tornaluz” es utilizado en aplicaciones arquitectónicas como celosías de edificios, sombreaderos y quiebra vistas. Por último, el producto “Tubest” está enfocado a la construcción de naves industriales, galpones y el sector comercial de supermercados.



INSTAPANEL: Se dedica principalmente a la fabricación de cubiertas, revestimientos y paneles industriales. Sus principales líneas de productos abarcan paneles de acero en frío para naves industriales, comerciales y galpones; paneles estructurales pre-pintados con núcleo aislante de poliestireno y poliuretano para frigoríficos, centros comerciales, industrias de procesamiento y conservación de alimentos, minería, vivienda, colegios y galpones; paneles arquitectónicos de acero para revestimientos; y además, elabora placas colaborantes y tejas de acero gravilladas y prepintadas.

CENTROACERO: Está enfocado a satisfacer mercados que utilizan el acero como materia prima para elaborar otros productos, entre los que encontramos la industria metalmecánica en donde se incluyen las empresas fabricantes de línea blanca, calefactores a leña, cerrajería, insumos para la construcción y carrocería, entre otros. Adicionalmente, se incluyen empresas constructoras, de ingeniería y proyectos, junto con las tradicionales empresas de distribución de acero plano.

TUPEMESA: Localizada en Perú, produce y comercializa todo tipo de productos derivados del acero tales como líneas de tubos, cañerías, perfiles abiertos, ángulos de acero, "Metalcon", "Tubest" y paneles de cubierta y revestimiento.

Posición Competitiva

La industria a la cual pertenece es competitiva y fragmentada, con varios participantes locales, estando afecta a importaciones desde Asia, además de la competencia de materiales para la construcción hechos con sustitutos del acero. Los productos de esta industria son vendidos principalmente para abastecer al mercado local. Las ventas son cíclicas y altamente dependientes de los niveles de actividad de la economía, así como también de los niveles de stock de materiales de construcción. Los niveles de rentabilidad del sector se ven afectados por los precios del acero, material que representa un 80% aproximadamente de los costos de producción, el cual tiene un comportamiento muy volátil y puede generar riesgo de inventarios frente a una baja de precio importante. Adicionalmente, si bien es cierto que alzas del precio del acero son transferibles al cliente, se puede generar una migración a bienes sustitutos.

Cintac tiene ventajas comparativas debido a una mayor capacidad de producción, que le permite generar economías de escala, además de ofrecer al mercado una mayor diversidad y gama de productos. Lo anterior le otorga un mayor poder de negociación con sus proveedores y clientes. Finalmente el ser subsidiaria de CAP, la mayor productora de acero del país, le permite manejar sus inventarios de forma más eficiente, con un abastecimiento seguro y estable. Esto último es relevante considerando lo sensible que es, para esta industria, el manejo de inventario.

Características de los Instrumentos

Línea de Bonos: Con fecha 4 de noviembre de 2008 Cintac S.A. inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) una línea de bonos bajo el N° 556 por UF 1,5 millones. A la fecha, esta línea no cuenta con emisiones a cargo, no obstante posee un período de vigencia de diez años.

Resguardos:

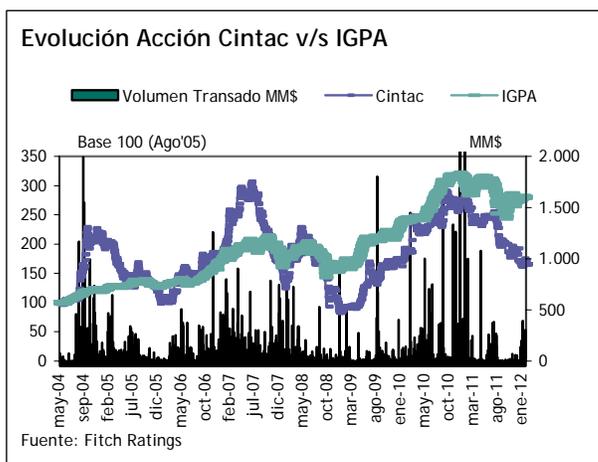
- Mantener a nivel consolidado activos, libres de toda prenda, al menos igual a 1,2x del total de bonos emitidos.
- Mantener una razón de endeudamiento, definida como deuda financiera neta, sobre patrimonio más interés minoritario, no superior a 1,2x.

Garantías: Los contratos de Emisión de Bonos por Línea de Títulos deberán incluir la fianza y co-deuda solidaria otorgada por cada una de las sociedades Cintac S.A.I.C e Instapanel S.A., filiales del emisor.

Títulos Accionarios

La clasificación de acciones de Cintac se apoya en su consolidada historia transando en bolsa y la adecuada liquidez de sus títulos, mientras que se restringe por su mediano tamaño bursátil y la alta concentración de su propiedad.

Con información en bolsa al 31 de enero de 2012, Cintac alcanzó una capitalización bursátil de US\$216 millones en la Bolsa de Comercio de Santiago, una presencia de 32% y un volumen diario promedio transado de US\$143 mil en el último mes.



Cintac S.A.

Precio de Cierre (\$)	240,0
Rango de Precio (\$) (52 semanas)	390- 235
Capitalización Bursátil (MMUS\$) ⁽¹⁾	216,0
Valor Económico de los Activos (MMUS\$) ⁽²⁾	335,0
Liquidez	
Presencia Bursátil	32,02%
Volumen Prom. Ultimo Mes (MUS\$)	143
Volumen Prom. Ultimo Año (MUS\$)	65
Pertenece al IPSA	NO
Part. del IGPA (año móvil Ene'12)	0,03%
Free Float	38,04%
Rentabilidad	
Rent. Accionaria (año móvil Ene'12)	-38,30%

(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 31/01/12 (US\$488,75).

Resumen Financiero – Cintac S.A.

(Cifras en miles de USD)

	2011	2010	2009	2008	2007
			(pro forma)		
	IFRS		Chilean GAAP		
Rentabilidad					
EBITDA Operacional	42.381	42.582	12.534	39.116	33.575
Margen EBITDA Operacional (%)	11,5%	14,7%	5,5%	12,5%	9,2%
FCF / Ingresos Operacionales (%)	(9,5%)	(6,4%)	30,4%	3,2%	3,3%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (%)	12,9%	18,4%	3,0%	9,7%	10,9%
Cobertura (x)					
EBITDA Operacional / Gastos Financieros	7,5	11,7	2,6	5,7	4,3
EBITDA Operacional / Servicio de Deuda	0,4	0,8	0,4	0,5	0,5
FCF / Servicio de Deuda	(0,3)	(0,3)	2,2	0,2	0,3
FCF + Caja y Valores Líquidos / Servicio de Deuda	(0,1)	0,0	3,1	0,3	0,3
CFO / Inversiones en Activos Fijos	(0,4)	0,2	8,0	2,4	3,9
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Financiera Total / EBITDA Operacional	3,2	2,5	7,5	2,9	2,7
Deuda Financiera Neta Total / EBITDA Operacional	2,8	2,1	5,1	2,6	2,5
Costo de Financiamiento Estimado (%)	4,7%	6,9%	5,1%	7,3%	8,1%
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	72,9%	46,8%	43,5%	63,2%	73,6%
Balance					
Activos Totales	345.848	317.661	263.488	276.169	302.204
Caja y Valores Líquidos	16.857	17.209	30.552	12.207	6.920
Deuda Financiera Corto Plazo	98.761	49.411	28.529	70.826	66.630
Deuda Financiera Largo Plazo	36.727	56.166	65.496	41.161	23.853
Deuda Financiera Total	135.488	105.577	94.025	111.986	90.482
Patrimonio Total	170.141	159.543	145.502	130.858	145.530
Capitalización Ajustada	305.629	265.120	239.694	242.844	236.012
Flujo de Caja					
Flujo de Caja Operativo (CFO)	(6.774)	2.994	82.525	27.194	33.979
Inversiones en Activos Fijos	(15.384)	(16.475)	(10.271)	(11.518)	(8.798)
Dividendos Comunes	(12.902)	(4.970)	(3.423)	(5.670)	(13.144)
Flujo de Caja Libre (FCF)	(35.060)	(18.451)	68.831	10.005	12.037
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Netas	1.083	2.729	3.480	0	0
Otras Inversiones, Neto	2.262	2.237	1.865	0	1.104
Variación Neta de Deuda	36.928	(703)	(52.189)	(5.508)	(16.344)
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	760
Otros Financiamientos, Netos	(3.831)	(2.110)	(5.854)	0	(1.004)
Variación de Caja Total	1.382	(16.298)	16.133	(20.827)	(38.114)
Resultados					
Ingresos Operacionales	369.031	289.581	226.295	313.647	364.302
Variación de Ventas (%)	27,4%	28,0%	(4,8%)	(19,1%)	21,1%
EBIT Operacional	34.032	34.794	4617	31.771	26.802
Gastos Financieros	5.682	3.639	4.814	6.850	7.813
Resultado Neto	21.196	28.082	33	11.014	15.465

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. CFO = Flujo de Efectivo Neto Procedente de Actividades de Operación. FCF = CFO + Inversión en Activos Fijos + Dividendos comunes. Las cifras pueden no cuadrar debido al redondeo de decimales.

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](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

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 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 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 debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, 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.

Las clasificaciones 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 clasificación.