

Cintac S.A.

Análisis de Riesgo

Clasificaciones

Escala Internacional

IDR* (ME*)	N/A
IDR* (ML*)	N/A
Bonos Internacionales	N/A

Escala Nacional

Solvencia	A-(cl)
Líneas de Bonos	A-(cl)
Línea de Efectos de Comercio	N/A
Acciones	Nivel 4(cl)

Outlook

Negativo

*IDR: Issuer Default Rating

*ME: Moneda Extranjera

*ML: Moneda Local

Resumen Financiero

Cintac S.A.

USD Miles	31/12/2014	31/12/2013
Ventas	296.553	360.778
EBITDA	19.364	25.021
Margen de EBITDA (%)	6,5	6,9
Flujo Generado por las Operaciones	8.848	4.243
Flujo de Caja Libre	50.588	42.194
Caja e Inversiones Corrientes	30.940	12.815
Deuda Total	97.124	130.523
Deuda Total /EBITDA (x)	5,0	5,2
Deuda Total /FGO (x)	6,9	15,6
EBITDA/Intereses	4,0	5,2
Financieros Brutos (x)		

Fuente: Cintac.

Informe Relacionado

Outlook 2015: Sector Construcción (Enero 13, 2015).

Analistas

Alejandra Fernández
+56 2 2499 3323
alejandra.fernandez@fitchratings.com

Andrea Jiménez
+56 2 2499 3322
andrea.jimenez@fitchratings.com

Factores Clave de las Clasificaciones

La baja en las clasificaciones de Cintac se explica por indicadores crediticios que no han logrado mejorar, manteniéndose débiles para el nivel de clasificación, a lo que se agrega un deteriorado ambiente operacional. Asimismo, esta acción de clasificación incorpora el debilitamiento del vínculo entre Cintac y su matriz, elemento que ha sido relevante en la clasificación tras el cierre de la operación de acero plano de CAP S.A. (CAP). Lo anterior hizo migrar a Cintac a un modelo 100% importador acotando el proceso de integración vertical en CAP.

Métricas Crediticias Desajustadas: Las métricas crediticias de Cintac se mantienen débiles, y no lograron remontar a los niveles esperados por Fitch para mantener su clasificación en 'A(cl)'. A finales de 2014, su relación deuda financiera / EBITDA alcanzó 5,0 veces (x) (5,2x en 2013) y su razón deuda neta/EBITDA 3,4x, indicador ajustado para el cumplimiento del *covenant* bancario que exige 3,5x.

Deterioro del Escenario Operacional: La desaceleración en el crecimiento de la economía tuvo efectos negativos en la demanda de los productos de Cintac con un impacto en los despachos (-8%). Los precios cayeron 10%, en línea con los ajustes a la baja en el precio acero. Lo anterior, junto a una competencia que se mantuvo intensa, redundó en un 23% de caída en el EBITDA que se produce a pesar de una disminución relevante en los costos.

Alargamiento del Ciclo de Conversión de Activos: El escenario operacional se ha visto afectado por las alzas relevantes del dólar con respecto al peso, considerando que Cintac importa toda su materia prima y vende en moneda local. Además, como consecuencia de este nuevo modelo importador, se alargó el período de financiamiento de capital de trabajo a cinco meses.

Flujo de Caja Libre Positivo: Cintac presenta un flujo de caja operacional que se vio favorecido por la liberación de capital de trabajo producto de la caída en los niveles de actividad, mayor financiamiento de proveedores en desmedro de cartas de crédito, por los requerimientos de inversión bajos, y por un reparto de dividendos casi nulo. De esta forma, el flujo de caja libre (FCL) alcanzó USD50,6 millones a diciembre de 2014.

Evolución de Deuda Financiera: Durante el 2014, la deuda consolidada de Cintac, fundamentalmente bancaria, bajó a USD97millones (-25%), en línea con las amortizaciones de su deuda de largo plazo y el menor financiamiento bancario de su capital de trabajo, el cual fue reemplazado por crédito proveedores. La compañía muestra un perfil de vencimientos de la deuda adecuado.

Clasificación de Acciones: La clasificación de acciones incorpora la casi nula liquidez experimentada durante el año terminado al 13 de marzo de 2015 con volúmenes de USD4 mil en el último año. A esa fecha, la capitalización bursátil alcanzó USD68 millones (USD100 millones al 13 de marzo de 2014).

Sensibilidad de las Clasificaciones

El Outlook de la compañía se podría gatillar si persiste en indicadores de endeudamiento por sobre las 5x y/o de realizarse una baja en la clasificación de su matriz y/o de evidenciarse un debilitamiento en el respaldo de su controladora.

Fitch estabilizaría el Outlook frente a una mejora del perfil crediticio de su matriz unido a un fortalecimiento de sus indicadores en torno a las 4,5x.

Hechos Recientes

El 14 de abril de 2014 se eligió a los miembros del Directorio, resultando electos los señores Roberto de Andraca, Eddie Navarrete, Fernando Reitich, Jorge Pérez, Ernesto Escobar, Felipe Díaz y Mario Puentes, estos dos últimos en calidad de directores independientes, quienes ejercerán sus cargos por los próximos 3 años.

El 28 de mayo de 2014 el Directorio de Cintac aprobó la reestructuración del grupo Cintac. Conjuntos Estructurales S.A., Tecnoacero S.A., Tecnoacero Uno S.A., Instapanel S.A. y Centroacero S.A. fueron parte de un proceso de integración de las compañías del grupo.

Perfil Financiero

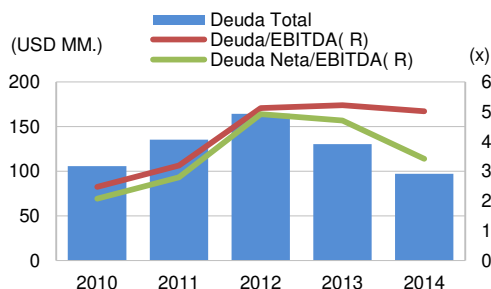
Estructura de Deuda y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2014, Cintac mantenía una deuda financiera de USD97 millones; 73% concentrada en el corto plazo y representada por deuda bancaria. La deuda de corto plazo corresponde en un 80% a cartas de crédito relacionadas a financiamiento de capital de trabajo.

A finales de 2014, la deuda financiera de Cintac mostró una baja de 25,6% con respecto a 2013 debido al aumento de financiamiento por parte de proveedores. Esto último permitió reducir el volumen de cartas de crédito.

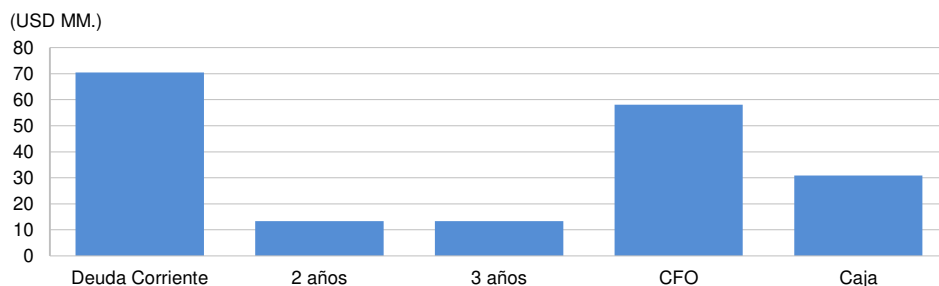
La deuda de largo plazo está compuesta por cuatro créditos tomados a fines de 2012 por un monto original de USD15 millones cada uno, amortizables semestralmente en nueve cuotas iguales, la primera de ellas cancelada en diciembre de 2013.

Deuda Total e Indicadores de Endeudamiento



Fuente: Cintac.

Calendario de Amortizaciones



Fuente: Cintac.

A diciembre de 2014, Cintac mantuvo un saldo de caja y equivalentes por USD30,9 millones (USD12,8 millones al cierre del 2013), los que cubren un 44% del total de deuda de corto plazo. Fitch estima que la caja no se mantendrá en estos niveles a lo largo del año. En línea con la naturaleza de su actividad y los altos requerimientos de capital de trabajo que esta demanda, Cintac mantiene niveles de caja más acotados

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Durante 2014, los ingresos de Cintac disminuyeron en alrededor de un 18% con respecto al año anterior, llegando aproximadamente a los USD296 millones. Esto debido a menores volúmenes de venta que se vieron afectados por la desaceleración económica, además de la

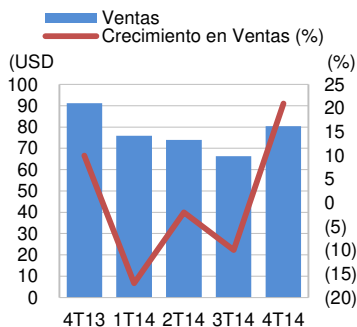
Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Julio 3, 2013)

Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Julio 3, 2013)

Metodología de Clasificación de Acciones en Chile (Julio 3, 2013)

Tendencia de los Ingresos



Fuente: Cintac.

caída de 10% de los precios promedio producto de la alta competencia y la disminución de los precios internacionales del acero.

En cuanto a la composición de los ingresos, el sector más afectado fue el industrial, representando un 30% de los ingresos de la compañía y mostrando una caída de 32% con respecto al año anterior, con ventas por USD88 millones (USD130 millones en 2013). El segmento se vio afectado por la menor ejecución de proyectos del sector minero e industrial.

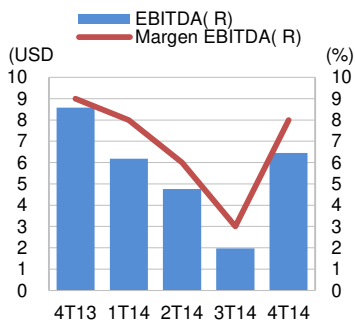
El sector construcción representativo del 55% de las ventas de Cintac, se vio menos afectado, pero igualmente registró una caída en las ventas del orden de 14%, acumulando USD179 millones (USD209 millones en 2013) debido a la desaceleración.

La compañía registró una disminución de 16% en sus costos operacionales respecto a 2013 debido a la baja en el precio del acero y luego de un esfuerzo consistente desde fines de 2013 para optimizar la operación. El EBITDA cayó un 23% alcanzando USD19,4 millones y el margen EBITDA decreció a un 6,5% desde un 6,9%.

Al cierre de 2014, la compañía presentó un flujo de caja operativo (FCO) de USD58 millones, el cual se vio favorecido por la liberación de capital de trabajo producto de la caída en los niveles de actividad, mayor financiamiento de proveedores en desmedro de cartas de crédito, por los bajos requerimientos de inversión (USD6,9 millones), y por un reparto casi nulo de dividendos (USD0,6 millones). Lo anterior permitió a la compañía alcanzar un flujo de fondos libre (FFL) positivo de USD51 millones (USD41 millones en 2013)

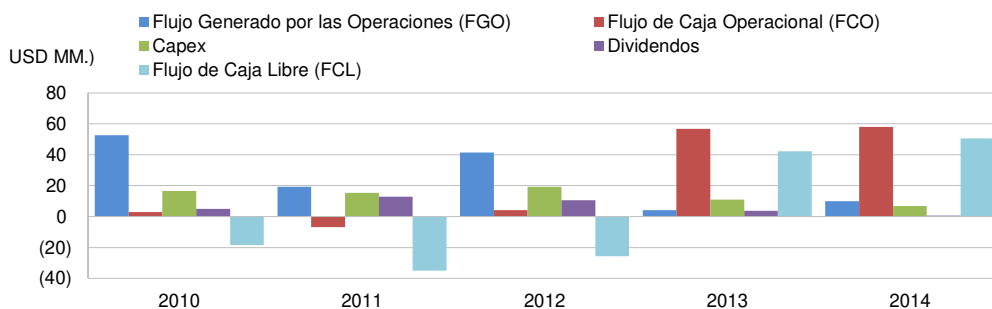
Al cierre de 2014, Cintac obtuvo un indicador de deuda financiera/EBITDA de 5,0x, comparado con 5,2x en 2013, y una cobertura de EBITDA / gasto financiero de 4,0x en 2014. Los indicadores se mantienen a pesar de la baja en el EBITDA por la reducción en los niveles de deuda financiera asociados a los menores requerimientos de capital y el reemplazo de parte de cartas de crédito bancarias por crédito proveedores.

Tendencia del EBITDA(R)



Fuente: Cintac.

Desempeño del Flujo de Caja



Fuente: Cintac.

Perfil de la Empresa

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. La compañía es controlada en un 61,9% por el grupo CAP S.A. ('AA-(cl)', Outlook Negativo) que, a través de Novacero S.A., posee en forma indirecta un 50,9% de propiedad y en forma directa un 11,0%. CAP es la compañía líder en Chile de la minería del hierro y producción de acero.

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.

Estrategia

La estrategia de Cintac es ser la compañía líder en un mercado altamente competitivo en que el poder de los compradores es relevante. Pilar de la estrategia es la eficiencia operativa y la diversidad en la oferta de productos que mejora la posición competitiva y negociadora con sus clientes. Además, la compañía está en la búsqueda de aumentar el valor agregado a través de la innovación en productos, capacitación de usuarios y fortalecimiento de una unidad integral de conjuntos estructurales, en donde participa directamente con sus clientes en la planeación y construcción de proyectos. Para mejorar la eficiencia, Cintac ha estado desarrollando un plan de excelencia operacional que incluye la optimización en el manejo de inventarios. Los controladores le han manifestado a la administración su exigencia de mejorar su estructura de capital disminuyendo la deuda, la cual esta principalmente asociada a los inventarios. Como respuesta a esta, la estrategia irá incorporando un criterio de rentabilidad que puede implicar perder algo de participación en pos de rentabilidad. Nuevos pasos en optimizar el *mix* de productos para mejorar el manejo de inventarios, son también parte de la estrategia de la compañía. Adicionalmente, potencia la venta a través de Perú (Tupemesa) que aún tiene una participación.

Características de los Instrumentos

Líneas de Bonos

El 4 de noviembre de 2008 Cintac S.A. inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) la línea de bonos I No. 556 por UF 1,5 millones y a 10 años plazo. A la fecha, esta línea no cuenta con emisiones a cargo.

Historial de Clasificación: Línea de bonos

Fecha	Clasificación/Outlook
19-mar-2015	A-(cl) / Negativo
19-mar-2014	A(cl) / Estable
20-mar-2013	A(cl) / Estable
20-mar-2012	A(cl) / Estable
28-mar-2011	A(cl) / Estable
5-abr-2010	A(cl) / Estable
31-mar-2009	A(cl) / Estable

Fuente: Fitch

Líneas Inscritas

Línea N°	556
Plazo	10 años
Monto	MMUF 1,5
Series Inscritas	-
Fecha de Inscripción	2008
Fecha de Prepago	----

Fuente: Cintac. SVS

Covenants

	Covenant	Indicador a Dic. 2014
Deuda Financiera Neta / EBITDA	<3,5x	3,36x
Cobertura de Gastos Financieros / EBITDA	>3,5x	4,01x
Deuda Financiera Neta /Patrimonio	<=1,2x	0,37x
Patrimonio Mínimo	>=MMUF1,8	MMUF4,4

Fuente: Cintac

Acciones

Las acciones de Cintac experimentaron una nula liquidez durante el año terminado al 13 de marzo de 2015 con volúmenes de USD4 mil en el último año. A esa fecha la capitalización bursátil alcanzó USD68 millones (USD100 millones al 13 de marzo de 2014).

Historial de Clasificación:

Acciones

Fecha	Clasificación
19-mar-2015	1ª. Clase Nivel 4(cl)
19-mar-2014	1ª. Clase Nivel 4(cl)
20-mar-2013	1ª. Clase Nivel 3(cl)
20-mar-2012	1ª. Clase Nivel 3(cl)
28-mar--2011	1ª. Clase Nivel 3(cl)
5-abr-2010	1ª. Clase Nivel 3(cl)
31-mar-2009	1ª. Clase Nivel 3(cl)

Fuente: Fitch

Cintac S.A.	Mar-15	Mar-14	Mar-13
Precio de Cierre (CLP)	98,5	126,0	220,0
Rango de Precio (CLP) (52 semanas)	90 - 118	120 - 214	200 - 299
Capitalización Bursátil (MMUSD) (1)	68	100	205
Valor Económico de los Activos (MMUSD) (2)	172	218	362
Liquidez			
Presencia Bursátil	-	1,1%	11,1%
Volumen Promedio Último Mes (MUSD)	0	0	38
Volumen Promedio Último Año (MUSD)	4	1	66
Pertenece al IPSA	No	No	No
Free Float	26,90%	16,42%	16,42%
Rentabilidad			
Rent Accionaria (año móvil)	-21,81%	-42,74%	-6,38%

(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 18/03/2015: 633,51\$/USD

Fuente: Fitch, basado en Bolsa de Comercio.

Resumen Financiero — Cintac S.A.

USD Miles, años al diciembre

Rentabilidad	2014	2013	2012	2011	2010
EBITDA	19.364	25.021	32.081	42.381	42.582
EBITDAR	19.364	25.021	32.081	42.381	42.582
Margen de EBITDA (%)	6,5	6,9	8,5	11,5	14,7
Margen de EBITDAR (%)	6,5	6,9	8,5	11,5	14,7
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	5,1	2,7	13,7	7,9	20,9
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	17,1	11,7	(6,8)	(9,5)	(6,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	2,0	0,7	8,4	12,9	18,4
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	2,9	1,7	7,6	4,2	15,2
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	4,0	5,2	5,2	7,5	11,7
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	4,0	5,2	5,2	7,5	11,7
EBITDA/Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,2	0,4	0,8
EBITDAR/Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,2	0,4	0,8
FGO/Cargos Fijos	2,9	1,7	7,6	4,2	15,2
FFL/Servicio de Deuda	0,7	0,5	(0,2)	(0,3)	(0,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	1,1	0,6	(0,1)	(0,1)	0,0
FGO/Inversiones de Capital	8,4	5,2	0,2	(0,4)	0,2
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/FGO	6,9	15,6	3,5	5,6	1,9
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	5,0	5,2	5,1	3,2	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,4	4,7	4,9	2,8	2,1
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	5,0	5,2	5,1	3,2	2,5
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	3,4	4,7	4,9	2,8	2,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,3	3,3	4,1	4,7	3,8
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,7	0,7	0,8	0,7	0,5
Balance					
Total Activos	379.779	374.237	394.759	345.848	317.661
Caja e Inversiones Corrientes	30.940	12.815	6.536	16.857	17.209
Deuda Corto Plazo	70.450	90.489	124.225	98.761	49.411
Deuda Largo Plazo	26.674	40.034	40.073	36.727	56.166
Deuda Total	97.124	130.523	164.298	135.488	105.577
Total Patrimonio	178.503	178.207	177.452	170.141	159.543
Total Capital Ajustado	275.627	308.730	341.750	305.629	265.120
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	9.848	4.243	41.392	19.196	52.643
Variación del Capital de Trabajo	48.259	52.571	(37.350)	(25.970)	(49.649)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	58.107	56.814	4.042	(6.774)	2.994
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(6.919)	(10.952)	(19.181)	(15.384)	(16.475)
Dividendos	(600)	(3.668)	(10.543)	(12.902)	(4.970)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	50.588	42.194	(25.682)	(35.060)	(18.451)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	40	42	465	1.083	2.729
Otras Inversiones, Neto	1.000	1.274	385	2.262	2.237
Variación Neta de Deuda	(33.008)	(33.567)	19.801	36.928	(703)
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	—	(3.365)	(5.941)	(3.831)	(2.110)
Variación de Caja	18.620	6.578	(10.972)	1.382	(16.298)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	296.553	360.778	378.454	369.031	289.581
Variación de Ventas (%)	(17,8)	(4,7)	2,6	27,4	14,1
EBIT	9.991	15.085	22.747	34.032	34.794
Intereses Financieros Brutos	4.858	4.827	6.168	5.682	3.639
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	3.478	1.191	14.622	21.196	28.082

Fuente: Reporte de la compañía

Categorías de Clasificación de Largo Plazo

Categoría AAA(cl): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA(cl): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A(cl): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB(cl): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB(cl): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

Categoría B(cl): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría C(cl): Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Categoría D(cl): Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

Categoría E(cl): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

‘+’ o ‘-’: Las clasificaciones entre AA(cl) y B(cl) pueden ser modificadas al agregar un símbolo ‘+’ (más) o ‘-’ (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

Categorías de Clasificación de Corto Plazo

Nivel 1 (N1(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 2 (N2(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 3 (N3(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 4 (N4(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N1(cl), N2(cl), N3(cl).

Nivel 5 (N5(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Categorías de Clasificación de Títulos Accionarios

Primera Clase Nivel 1(cl): Títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y liquidez bursátil.

Primera Clase Nivel 2(cl): Títulos accionarios que presentan una muy buena combinación de solvencia y liquidez bursátil.

Primera Clase Nivel 3(cl): Títulos accionarios que presentan una adecuada combinación de solvencia y liquidez bursátil.

Primera Clase Nivel 4(cl): Títulos accionarios que presentan una aceptable combinación de solvencia y liquidez bursátil. A modo de aclaración, las acciones clasificadas en Nivel 4 corresponden a compañías que presentan un nivel de solvencia en torno al grado de inversión o una muy baja o nula liquidez bursátil. Asimismo, se clasifican en Nivel 4 aquellas acciones que por haberse comenzado a transar recientemente en Bolsa, cuentan con una historia bursátil inferior a un año.

Segunda Clase Nivel 5(cl): Títulos accionarios que presentan una riesgosa / inadecuada posición de solvencia.

Categoría E(cl): Aquellas compañías que no presentan información suficiente para evaluar su calidad crediticia.

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las Bolsas de Valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

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.

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 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 © 2015 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o 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.