Feller-Rate
CALIFICADORA DE RIESGO

Superintendencia de Valores
Division de Registro
Comunicaciones de Entradas
13/06/2013 12:48 PM r.graciano
28404

13 de junio de 2013
Santo Domingo

Señor
Gabriel Castro González
Superintendente de Valores de la República Dominicana
Calle César Nicolás Penson No.66, Gazcue
Santo Domingo, República Dominicana

Atención: Dirección de Oferta Pública
Vía: Mensajería

Distinguido señor:

Atendiendo a su solicitud expresa en su comunicación no.24773, tenemos a bien enviarle el informe de la Cervecería Nacional Dominicana corregido, según las indicaciones de su misiva. En este sentido aprovechamos expresar nuestras más sinceras disculpas por el error cometido.

Del mismo modo quisiéramos aprovechar para aclarar que este informe corresponde a la actualización del informe anual de la solvencia de esta institución, no así a la revisión del 2do trimestre del 2013. Este último le será enviado a esta Superintendencia oportunamente dentro del plazo definido para estos fines, una vez sean revisados los estados al cierre del mes de junio de 2013.

Nos reiteramos a sus órdenes.

Atentamente,

Héctor Salcedo
Managing Director

FELLER RATE, S.R.L.
Santo Domingo, R.D.

Freddy Gatón Arce nº 2, Arroyo Hondo, Santo Domingo, República Dominicana - Tel. (809) 566-8320 - Fax (809) 567-4423

Feller-Rate
CALIFICADORA DE RIESGO

Superintendencia de Valores
Division de Registro
Comunicaciones de Entradas
13/06/2013 12:48 PM r.graciano
28404

INFORME DE CALIFICACIÓN

CERVECERIA NACIONAL DOMINICANA, S. A.

Mayo 2013

www.feller-rate.com.do

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las calificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

CERVECERIA NACIONAL DOMINICANA S.A.

INFORME DE CALIFICACION

Mayo 2013

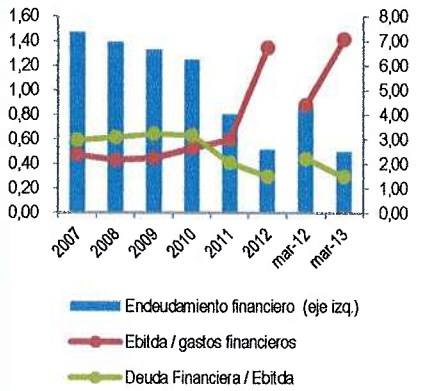
	Abril 2013	Mayo 2013
Solvencia	AA+	AA+
Perspectivas	Estable	Estable

* Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes

	2012	mar-12	mar-13
Margen Operacional	23,1%	19,9%	14,1%
Margen Ebitda	32,9%	28,5%	24,7%
Liquidez corriente	1,0	1,1	1,1
Endeudamiento total	0,9	1,1	0,8
Endeudamiento financiero	0,5	0,9	0,5
Ebitda / gastos financieros	6,7	4,4	7,1
Deuda Financiera / Ebitda	1,5	2,2	1,5
Deuda financiera neta / Ebitda	0,9	2,0	1,1

Fortalecimiento de indicadores de solvencia



Superintendencia de Valores
Division de Registro
Comunicaciones de Entradas
13/06/2013 12:48 PM r.graciano
28404

Fundamentos

Las calificaciones asignadas a Cervecería Nacional Dominicana S.A (CND) responden a la fuerte posición de negocios alcanzada tras la integración con Ambev, convirtiéndola en la compañía líder en República Dominicana y el Caribe, con una atomizada base de clientes y una amplia y eficiente red propia de distribución local. Asimismo, consideran su eficiencia operacional, fruto de la eficaz integración de los negocios, y su consistente desempeño financiero. En contraposición, las calificaciones se ven restringidas por la sensibilidad de la demanda por bebidas alcohólicas a los ciclos económicos y a variaciones en el impuesto específico; asimismo, se considera su exposición a la variación del tipo de cambio (a través de su deuda denominada en dólares) y a la volatilidad de los precios de materias primas.

CND es líder en los mercados de cerveza y maltas de República Dominicana y el Caribe. Adicionalmente, tras la integración, cuenta con el soporte explícito por parte de AmBev ("A/Estables" en escala global por Standard & Poor's), la compañía cervecera más grande de Latinoamérica en términos de volumen y utilidades. Asimismo, esta última cuenta con un amplio respaldo de su controlador, Anheuser-Busch InBev ("A-/Estables" en escala global por Standard & Poor's), la compañía cervecera más grande del mundo.

Los ingresos a nivel consolidado alcanzaron los RD$ 5.060 millones durante el primer trimestre del 2013, mostrando un aumento de 18% con respecto al mismo periodo del año anterior. Esto es consecuencia del robustecimiento del portafolio de producto a través de la venta cruzadas de marcas internacionales premium. En igual periodo, el Ebitda alcanzó RD$1.250 millones; sin embargo, existen ajustes fruto de la integración con Ambev, como contratos intercompany por arriendos de planta y uso de marca, y phasing en gastos de patrocinio, los cuales no se reflejan en los estados financieros individuales de CND. Incluyendo estos últimos efectos, el margen Ebitda alcanzó 30,3%, equivalentes a RD$1.534 millones, reflejando un alza de un 26% con respecto de marzo de 2012.

Como consecuencia de la integración, durante el último periodo CND ha conseguido refinanciar a un menor costo financiero y prepagar series, lo que derivó en una disminución del stock de deuda, que alcanzó RD$9.775 millones a marzo del 2013, un 11% inferior respecto al mismo periodo del 2012. Junto a ello, la mejora en rentabilidad operacional se ha traducido en un importante fortalecimiento de sus índices de cobertura. A diciembre de 2012, los ratios de deuda financiera a Ebitda y de cobertura de intereses alcanzaron a 1,5 veces y 7,1 veces, respectivamente, comparado con 2,2 veces y 4,4 veces en la misma fecha del año anterior. Cabe mencionar que el controlador ha mostrado la intención de realizar reducciones adicionales de deuda.

CND cuenta con una holgada posición de liquidez considerando recursos en caja, al primer trimestre, por RD$2.415 millones y un Ebitda anualizado de RD$20.884 millones, lo que se compara positivamente con sus vencimientos de corto plazo. Adicionalmente, su flexibilidad financiera se ve favorecida por su buen acceso a los mercados financieros nacionales e internacionales.

El plan de inversiones para 2013 está enfocado, principalmente, en la adquisición de envases retornables; mejoras a la planta y logísticas para la optimización de los costos de producción; fortalecer la imagen de marca a través de la expansión y fidelizar clientes mediante la distribución de congeladores.

Perspectivas: Estables

Las perspectivas "Estables" asignadas a la calificación de CND responden a su fuerte capacidad de generación de flujos de caja y su sólida posición competitiva. La evolución futura de las calificaciones podría considerar una eventual revisión al alza en caso que el perfil de negocios de CND continúe beneficiándose con la captura de sinergias operativas, economías de escala y un mejor acceso a nuevos mercados gracias a la paulatina integración operacional con Ambev. De especial relevancia será el seguimiento por parte de CND de políticas y estrategias financieras conservadoras, en línea con lo exhibido hasta ahora por el nuevo controlador.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACION

Fortalezas

- Sólido liderazgo de CND en el mercado dominicano con una alta valoración de marca.
- Extensa cobertura y eficiente red de distribución.
- Atomizada cartera de clientes.
- Explicito soporte de Ambev.

Riesgos

- Industria sensible a ciclos económicos y altamente competitivos.
- Exposición a la variación de precios internacionales de sus principales insumos.
- Exposición al riesgo tipo de cambio.

Analista: Benjamín Rojas A
Benjamin.rojas@feller-rate.cl
(562) 757-0427
Nicolás Martorell
Nicolas.martorell@feller-rate.cl
(562) 757-0427

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estable

Propiedad

En el mes de abril 2012 E. León Jimenes S.A. (ELJ), empresa que posee el 83.5% de las acciones de Cervecería Nacional Dominicana (CND), y AmBev (Compañía de Bebidas de las Américas) anunciaron el inicio de una transacción para establecer una alianza estratégica con el fin de crear la empresa de bebidas líder del Caribe a través de la combinación de sus negocios en la región. La empresa incluirá la producción y comercialización de cervezas, maltas y refrescos en República Dominicana, Saint Vincent, Antigua y Dominica, así como exportaciones a otros 16 países del Caribe, los Estados Unidos y Europa.

Al cierre de la transacción, AmBev Brasil Bebidas S.A. (AmBev Brasil), subsidiaria de AmBev y E. León Jimenes S.A. (ELJ) serán los accionistas de Tenedora CND S.A., una sociedad que poseerá el 83.5% de las acciones de CND y el 100% de AmBev Dominicana S.A. (AmBev Dominicana).

Ambas partes entraron en un acuerdo de accionistas para la gestión general de la sociedad, lo que incluye representación en el Consejo de Directores y derechos de voto. AmBev Brasil designó a cinco representantes en el Consejo de Directores de la sociedad y ELJ designó a cuatro miembros, entre otras disposiciones. El acuerdo de accionistas también incluye restricciones en la transferencia de acciones y una estructura de opciones de compra y venta de acciones. AmBev reportará los resultados de CND de manera consolidada.

Es importante mencionar, que AmBev (clasificada en "A/Estables" por Standard & Poor's), es la compañía cervecera más grande de Latinoamérica en términos de volumen y utilidades.

PERFIL DE NEGOCIOS — *SÓLIDO*

CND es líder en el mercado dominicano de cervezas y maltas, contando, además, con una amplia red de distribución de sus productos en el país, el Caribe y la costa este de Estados Unidos. Los ingresos de la compañía están concentrados en las ventas locales de cervezas, además de un porcentaje correspondiente a ventas de malta, ron, exportaciones y operaciones en el Caribe.

Integración con Ambev: favorables oportunidades de crecimiento, no obstante conlleva el desafío de integración y captura de sinergias en un entorno de alta volatilidad

Su fuerte posición de negocios sustentada en su capacidad de expansión conjunta, elevadas participaciones de mercado y diversificación geográfica, en conjunto con la competitividad que mantiene le otorgan importante oportunidades de desarrollo. Por su parte, se presentan favorables expectativas de crecimiento, en vista de las proyecciones de desarrollo económico y su relativamente bajo nivel de consumo per cápita en comparación con países desarrollado. No obstante, dichas expectativas se podrían ver afectadas por el escenario de incertidumbre económica actual junto al desempeño económico moderado de Republica Dominicana, que adicionalmente podrían presionar el proceso de integración de CND y la obtención de economías de escala en costos.

Feller-Rate espera que CND se beneficie de la complementariedad de los modelos de negocios, economías de escala y mayores eficiencias por la consolidación de funciones y mejores prácticas. A la fecha, CND ya muestra ciertos avances en el proceso de integración y captura de sinergias en los ámbitos de internacionalización de la marca, robustecimiento del portafolio de productos en el mercado local, y mejores condiciones en contratos con proveedores.

Exposición a la volatilidad de sus principales insumos

Para cada marca existe una receta particular compuesta por cantidades, temperaturas, tiempos de residencias, velocidades de filtrado, rampas de temperatura, velocidades de agitación, entre otros. Las principales materias primas utilizadas son *commodities* cuyos precios son definidos internacionalmente como la cebada malteada, el lúpulo, sémola de maíz y finalmente el azúcar, de origen dominicano. Sin embargo, la compañía tiene compromisos de compra de materia prima, especialmente en la cebada malteada, lo cual, acota el riesgo de volatilidad y de suministro.

CND requiere suministros continuos de CO_2, aire comprimido, refrigeración, vapor, agua y energía eléctrica para la producción de cervezas y maltas. Mantiene equipos instalados en *stand-by* con el objetivo de reducir el riesgo asociado a la falta de abastecimiento en tiempo y cantidad de estos insumos.

Mejor posición de costos dado la consolidación de actividades productivas

La compañía posee una capacidad instalada en República Dominicana de 4,68 millones de hectolitros anuales, concentrando sus operaciones productivas en la planta ubicada en Santo Domingo.

CND presenta una estructura competitiva de costos, a la que contribuye la amplia cobertura de su sistema de distribución directa, el alto nivel de autoabastecimiento de energía para el proceso productivo y el intensivo uso de envases retornables y huacales (cajas) reutilizables para la comercialización, alcanzando el 89,75% y 75%, respectivamente, para el año 2012. Lo anterior, representa además fuertes barreras a la entrada.

Amplia red de distribución permite atender su atomizada base de clientes

La comercialización de cerveza y malta es efectuada principalmente en "colmados" o tiendas minoristas en forma directa -a través de su propia red de centros de distribución que cubren una gran parte del país- permitiéndole atender su amplia base de clientes. Por tanto lo anterior, la atomización de este segmento le otorga a CND mejores condiciones para negociar las políticas de fijación de precios.

Expansión regional de CND, favorecerá en mediano y largo plazo una reducción costos de operación mediante economías de escala

Cervecería Nacional Dominicana inició, en agosto del 2011, la producción de Cerveza Presidente en la isla de Saint Vincent. La elaboración del producto es realizada por la empresa cervecera Saint Vincent Brewery Ltd., compañía de bebidas adquirida por CND en la región del Caribe, desde donde es exportada

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estable

al mercado del CARICOM. Éste mercado esta compuesto por 15 países, con ventas que rondan los 2,3 millones de hectolitros de cerveza. Como primera etapa, la producción de cerveza es distribuida solo a 8 islas, la cuales representan el 74,5% del mercado de cervezas del CARICOM.

La expansión regional, le permite promocionar su marca de cerveza "Presidente" y reducir costos de operación mediante economías de escala. A la fecha, la compañía cuenta con una capacidad instalada de 100 mil hectolitros en la isla Saint Vincent y 20 mil en Dominica.

Industria en proceso de consolidación, con expectativas de crecimiento en la región

La industria presenta un significativo dinamismo en el último periodo, con importantes anuncios de adquisiciones y fusiones. Los cuatro mayores fabricantes del mundo-Anheuser-Busch InBev, SABMiller, Heineken y Calrsberg, producen casi la mitad de todo el volumen de la industria y la generación de hasta 70% de los ingresos por venta.

El consumo de cerveza sigue aumentando en América Latina, impulsado por el crecimiento de la población e ingresos junto a mejoras en la calidad y apariencia de la cerveza. En República Dominicana el consumo per cápita ronda los 39 litros muy por debajo de los mayores consumidores a nivel mundial como Alemania y República Checa, los cuales registran volúmenes por sobre los 100 litros por habitante. El rango etario que presenta mayor consumo de bebidas alcohólicas se encuentra entre 21 y 40 años, los que representan el 31% de la población de dominicana. Por tanto, Feller-Rate espera que continúe el crecimiento, pero con un leve cambio de tendencia hacia las versiones mas ligeras como Presidente Light, Bohemia Light y Light Brahma.

Cabe destacar, que Republica Dominicana está abierto recibir nuevas opciones por lo tanto impactos en nuevos productos en el mercado internacional también son reflejados en República como es el caso de categorías saborizadas o mezclas, la cuales están viendo un buena aceptación en el País. Sin embargo CND, dado el cierre de la transacción con Ambev, es líder en los mercados en los cuales participa gracias a su fuerte posición competitiva.

Demanda sensible al impuesto específico y al nivel de actividad económica

En República Dominicana, al igual que en muchas otras economías, las bebidas alcohólicas están sujetas a impuestos selectivos al consumo. Por lo que, incrementos en los niveles de impuestos aplicados y diferencias de estos entre bebidas alcohólicas generan un efecto negativo en la demanda por cerveza. Cabe mencionar que a finales del 2012, República Dominicana aprobó una reforma tributaria que impactado los volúmenes de venta de la compañía de forma considerable.

Cabe mencionar, que desde julio del 2006, a partir de la entrada del tratado de libre comercio DR-CAFTA, la cerveza dominicana se exporta a Estados Unidos libre de arancel. Por otra parte, la cerveza proveniente desde Estados Unidos está sometida a un proceso de desgravación anual progresiva, con el objetivo de alcanzar el 0% en el año 2020, representando una reducción en el impuesto de 1,33% anual.

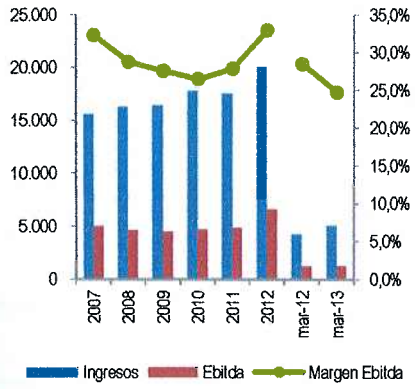
Otro factor relevante, es la alta correlación existente entre el nivel de actividad económica del país y el consumo de cerveza. Como consecuencia a esto, CND está expuesta al ciclo económico de Republica Dominicana, puesto que su principal fuente de ingresos son las ventas realizadas en el mercado local.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estable

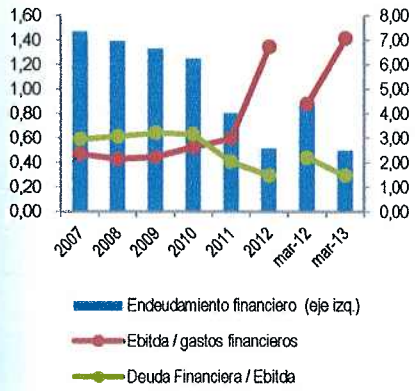
Evolución de ingresos y márgenes

En millones de $RD



Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia

Al 31 de diciembre de 2011, millones de RD$



POSICION FINANCIERA — *CONSERVADORA*

Resultados y márgenes:

Importantes mejoras mostradas tras toma de control por parte de Ambev

Los ingresos a nivel consolidado alcanzaron los RD$ 5.060 millones durante el primer trimestre del 2013, mostrando un aumento de un 18% con respecto al mismo periodo del año anterior, consecuencia del robustecimiento del portafolio de producto a través de la venta cruzadas de marcas internacionales *premium*. El Ebitda alcanzó RD$1.250 MM, sin embargo existen ajustes fruto de la integración con Ambev, como contratos *intercompany* por arriendos de planta y uso de marca y *phasing* en gastos de patrocinio, los cuales no se reflejan en los estados Financieros individuales de CND. Incluyendo estos últimos efectos, el margen Ebitda alcanzó los 30,3% equivalentes a RD$1.534 millones reflejando un alza de un 26% con respecto de marzo del 2012.

Feller Rate espera que los próximos trimestres los márgenes de la compañía se mantengan robustos, sin embargo vemos cierta ralentización en los volúmenes como consecuencia del reciente reforma fiscal.

Niveles de endeudamiento y flexibilidad financiera

Consistente plan de reducción y refinanciamiento de deuda se ha traducido en sólidos indicadores crediticios

La compañía durante el 2012 a la fecha, ha implementado un consistente plan de reducción y refinanciamiento de deuda a un menor costo financiero mediante el apoyo Ambev. Cabe destacar el refinanciamiento de la totalidad de los valores en circulación de las notas en dólares 144a el 2012, por un valor de US$86.313 M, mediante un préstamo del Banco of Nova Scotia en 2 tramos junto con la cancelación de las serie E y F de la primera emisión colocada el 2008 por un monto de RD$ 2.050 MM. Lo anterior, implicará una reducción de los gastos financieros en un 61% para el 2013 en comparación con el 2012.

Junto a ello, la mejora en rentabilidad operacional se ha traducido en un importante fortalecimiento de sus índices de cobertura. A diciembre del 2012, los ratios de deuda financiera Ebitda y cobertura de intereses alcanzaron 1,5 veces y 7,1 veces, respectivamente, comparado con 2,2 veces y 4,4 veces en la misma fecha del año anterior. Cabe mencionar que la compañía no espera concretar nuevas colocaciones y el controlador ha mostrado la intención de realizar reducciones adicionales de deuda.

CND posee una alta flexibilidad financiera, asociada al amplio acceso a los mercados financieros y su sólida capacidad de generación de flujos. Adicionalmente, la compañía mantiene *covenants* sobre la deuda, los cuales a marzo del 2013, cumple satisfactoriamente.

CND cuenta con una holgada posición de liquidez considerando recursos en caja, al primer trimestre, por RD$2.415 MM y un Ebitda anualizado de RD$20.884 MM en comparación con sus vencimientos de corto plazo. Adicionalmente, su flexibilidad financiera se ve favorecida por su buen acceso a los mercados financieros nacionales e internacionales.

El plan de inversiones para el 2013 alcanza un monto aproximado de US$ 65 MM, el cual está enfocado principalmente en la adquisición de envases retornables, en planes de mejoras a la planta y logísticas para la optimización de los costos de producción, en planes de expansión enfocados en fortalecer la imagen de marca y en fidelizar clientes a través de la distribución de congeladores.

Feller Rate espera que estas inversiones sean realizadas en su mayoria con recursos provenientes de las operaciones del negocio permitiendo mantener los indicadores dentro de los rangos acordes a la clasificación.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

	Abr.2012	Jul.2012	Oct.2012	Ene.2013	Abr.2013	May.2013
Solvencia y Bonos	AA-	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Perspectivas	Positivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables

Resumen Financiero Consolidado

Millones de $RD

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	mar-12	mar-13
Ingresos	15.592	16.305	16.426	17.857	17.602	20.101	4.277	5.060
Ebitda (1)	5.025	4.682	4.517	4.716	4.891	6.615	1.217	1.250
Ebitda Ajustado (2)	-	-	-	-	-	-	-	1.534
Resultado Operacional	3.648	3.227	3.059	3.173	3.410	4.636	852	714
Gastos Financieros (netos)	-2.138	-2.179	-2.021	-1.790	-1.633	-981	-277	-177
Resultado No Operacional	-1.448	-1.479	-1.400	-1.357	-1.502	-663	-161	-50
Utilidad (pérdida) del ejercicio	3.467	1.865	1.803	2.066	1.923	3.829	667	502
Flujo Caja Neto de la Operación	1.273	2.119	1.683	2.161	2.696	12.053	643	-763
Inversiones en activos fijos	-1.115	-1.020	-463	-614	-688	-7.941	-138	-457
Dividendos pagados	-1.570	-669	-261	-284	-389	0	0	0
Variación de deudas financieras	468	-497	-206	178	-3.125	-2.422	-1.050	-38
Efectivo y equivalentes	1.061	992	2.104	2.831	1.642	3.588	1.121	2.415
Existencias	948	1.304	903	1.150	1.141	1.202	1.360	1.315
Activos totales	29.308	29.291	29.259	30.436	27.793	35.877	26.620	34.674
Deuda Financiera	14.892	14.395	14.548	14.897	11.975	9.809	10.989	9.775
Pasivos Totales	19.173	18.929	18.313	18.483	15.352	16.776	13.910	15.014
Capital patrimonial	10.135	10.362	10.946	11.954	12.441	19.104	12.709	19.660
Margen Operacional	23,4%	19,8%	18,6%	17,8%	19,4%	23,1%	19,9%	14,1%
Margen Ebitda	32,2%	28,7%	27,5%	26,4%	27,8%	32,9%	28,5%	24,7%
Liquidez corriente	1,2	1,4	1,5	1,8	0,8	1,0	1,1	1,1
Endeudamiento total	1,9	1,8	1,7	1,5	1,2	0,9	1,1	0,8
Endeudamiento financiero (eje izq.)	1,5	1,4	1,3	1,2	0,8	0,5	0,9	0,5
Resultado Operacional / GF	1,7	1,5	1,5	1,8	2,1	4,7	0,0	4,0
Ebitda Ajustado / gastos financieros	-	-	-	-	-	-	-	7,9
Deuda Financiera / Ebitda	3,0	3,1	3,2	3,2	2,0	1,5	2,2	1,5
Deuda Dinanciera/ Ebitda ajustado	-	-	-	-	-	-	-	1,4
Deuda financiera neta / Ebitda	2,8	2,9	2,8	2,6	1,7	0,9	2,0	1,1

1. *Ebitda= Ganancia Operacional + depreciación del ejercicio + amortización*
2. *Ebitda + Impacto contratos intercompany con Ambev-Dominicana + Phasing en gastos de patrocinio marketing*

Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, 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 o a la Superintendencia de Bancos y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.