

Materiales de Construcción / República Dominicana

Industrias Nacionales, S.A.

INCA Informe Integral

Superintendencia de Valores Division de Registro Acuse de Recibo 16/04/2012 3.56 PM m.garcia

Calificaciones

USD 30 MM

Nacional
Largo Plazo
Corto Plazo
Bonos por DOP 1.000 MM
Bonos por USD 40 MM
Papeles Comerciales por

BBB+(dom) F-2(dom) BBB+(dom) BBB+(dom)

F-2(dom)

Resumen Financiero

(DOP MM)	UDM 31/03/12	31/12/11		
Ingresos	13.446	13.606		
EBITDA	824	888		
Margen EBITDA (%)	6,1	6,5		
Deuda Financiera	7.082	6.910		
Deuda/ EBITDA	8,6x	7,8x		
EBITDA/ Intereses	2,5x	3.7x		

Factores Relevantes de la Calificación

Debilitamiento del EBITDA: Un ciclo desfavorable del negocio, caracterizado por una desaceleración de la demanda en el mercado local, mayores costos de transformación y de materia prima, y una menor flexibilidad para trasladar a los precios la inflación de costos mantienen presionados los niveles de rentabilidad de la empresa y la generación de flujo de caja operativo. Durante 2011, el EBITDA cayó a DOP 888 millones, equivalente a un margen de 6,5%, nivel inferior al registrado en el ejercicio 2010 (DOP 1.192 millones y margen en 11,0%).

La empresa viene adelantando iniciativas internas a fin de adecuar su estructura operativa y administrativa a los retos que impone la nueva realidad del sector tanto a nivel global como local. El desarrollo progresivo y sistemático de la nueva línea de metálicos y planes de desinversión en activos improductivos a través de asociaciones estratégicas que implicarán la recepción de rentas, favorecerán la reducción de costos y la mejora del flujo de caja operativo.

Elevado Apalancamiento: El mayor nivel de endeudamiento incurrido por la empresa durante 2011 para el financiamiento de capital de trabajo y CAPEX, aunado al debilitamiento del EBITDA, derivaron en un incremento del apalancamiento, más allá de los niveles históricos y de lo previsto por Fitch. Al cierre de 2011 el apalancamiento medido a partir de la relación Deuda Total/EBITDA se elevó a 7,8 veces (x), muy superior al registrado al cierre de 2010 (4,0x). A marzo de 2012 el apalancamiento sube a 8,1x.

El elevado apalancamiento se encuentra parcialmente mitigado por la mejora del perfil de vencimiento de la deuda. A corto y mediano plazo se estima una reducción progresiva de los niveles de endeudamiento a partir de recursos provenientes de la liberación de capital de trabajo resultante de una política conservadora de inventarios y de la disponibilidad de créditos fiscales a ser utilizados en 2012.

Adecuado Posicionamiento: INCA ha consolidado su posición de liderazgo tanto en el mercado local como de exportación, soportada en la diversificada oferta de productos y amplia base de clientes, alcanzando participaciones de mercado entre 40% y 60% en la mayoría de los productos que comercializa. El posicionamiento geográfico de la empresa le permite mantener presencia en diversos mercados de la región del Caribe y Centroamérica, los cuales representan aproximadamente el 31% de las ventas totales.

Flexibilidad Financiera: Las calificaciones incorporan la amplia disponibilidad de recursos externos a corto plazo para complementar sus necesidades de liquidez en caso de ser requerido. La disponibilidad de amplias líneas de crédito comprometidas y no comprometidas con la banca local e internacional, el demostrado acceso al mercado de capitales local y el apoyo operativo y financiero otorgado por el Grupo Gerdau en el pasado le brindan a la empresa una adecuada flexibilidad financiera.

Gerdau S.A., accionista indirecto de INCA, es una empresa holding que maneja operaciones en el sector siderúrgico en Norteamérica, Suramérica y Europa, con una capacidad de producción de acero de 25 millones de Tm anuales, mantiene una calificación internacional de 'BBB-' asignada por Fitch. Recientemente, INCA logró colocar bonos corporativos en el mercado local por USD 40 millones a 5 años y accesó a una línea de crédito comprometida por USD 60 millones a 3 años garantizado por Gerdau.

Informes Relacionados

Corporate Rating Methodology (August 12, 2011)

Analistas

José Luis Rivas +58 212 2863232 joseluis.rivas@fitchratings.com

Alberto de los Santos +52 81 83999158 alberto.delossantos@fitchratings.com



Factores que Podrían Derivar en un Cambio de Calificación

Mejora del Perfil Crediticio: Las calificaciones asignadas a INCA pudieran mejorar ante una recuperación significativa y sostenida del EBITDA y/o menores niveles de apalancamiento, favorecida por una creciente capacidad para generar flujo de caja libre positivo.

Entorno Operativo Adverso: Las calificaciones pudieran ser reducidas ante una profundización de las condiciones adversas del entorno que han impactado el perfil financiero de la empresa, y que pudiera continuar presionando los actuales niveles de EBITDA y apalancamiento.

Perfil

INCA, fundada en 1947 por un grupo de empresarios privados, se inició dentro del mercado de clavos, cubriendo las necesidades del mercado nacional. Posteriormente, introdujo la fabricación de nuevos productos como la malla ciclónica y rejas de hierro para casas. Entre las décadas de los 70 y 80, INCA diversifica aún más su portafolio de productos al iniciar la producción de derivados del alambrón de acero, planchas de zinc, electrodos y planchas de acero (tolas). Asimismo, con el objetivo de constituirse en proveedores de una mayor gama de materiales de construcción, la empresa incursiona en 1987 en el mercado de productos de PVC, con la fabricación de tubos y piezas plásticas. Durante 2001, INCA comenzó a operar una línea de producción de barras y varillas, la cual cuenta con una moderna tecnología comparable en términos de eficiencia a los mayores fabricantes de este producto a nivel mundial. La internacionalización de la empresa se inicia en la década de los 90 a través de la exportación de tubos de PVC, clavos, electrodos y alambres galvanizados, entre otros, siendo que desde entonces sus ventas al exterior se han dirigido principalmente a las Islas del Caribe y Centroamérica, región donde INCA posee ventajas competitivas por su cercanía geográfica y por la flexibilidad para el manejo de pequeños volúmenes acordes con la demanda de estos mercados. Durante 2011 las exportaciones representaron aproximadamente el 38% de las ventas totales de la empresa y significaron ingresos por USD 131 millones.

Durante 2005 los accionistas de INCA iniciaron un proceso de reorganización, en el cual destaca la creación de Multisteel Business Holdings Corp. (MULTISTEEL), empresa holding que controla el 99,12% de INCA. Adicionalmente, MULTISTEEL también controla dos empresas promovidas por los accionistas, a saber: Industrias Nacionales C.xA. (INCA Costa Rica) y Steelchem Trading Corporation. Durante 2006 los accionistas constituyeron la empresa NC Trading Inc., como subsidiaria de Steelchem Trading Corporation.

En mayo de 2007, los accionistas de INCA alcanzaron una alianza estratégica con el Grupo Gerdau, el cual posee actualmente el 49% de MULTISTEEL. Gerdau S.A. es una empresa holding que maneja operaciones en el sector siderúrgico en Norteamérica, Suramérica y Europa, con una capacidad de producción de acero de 25 millones de Tm anuales, mantiene una calificación internacional de 'BBB-' asignada por Fitch. Esta alianza le ha permitido a INCA un mayor acceso a asistencia técnica y gerencial, así como ha resultado en menores costos en la ejecución de los planes de expansión y una reducción de las presiones competitivas en los mercados internacionales.

Presentación de cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma local Salas Piantini & Asociados para el ejercicio finalizado el 31 de marzo de 2007. Igualmente, se analizaron los estados financieros correspondientes al ejercicio corto de 9 meses al cierre de diciembre de 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011 auditado por KPMG.

Operaciones

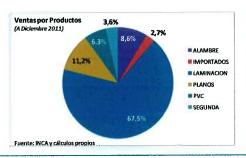
Fuente: INCA y cáfculos propios

INCA se dedica a la manufactura y comercialización de materiales de acero y plástico dirigidos al sector de la construcción, participando principalmente en tres segmentos de negocio: a) Productos siderúrgicos: comprenden productos laminados (varillas, barras y estribos), productos planos (perfiles, planchas, correas, tolas, productos de zinc, entre otros), productos de alambre (clavos, mallas electrosoldadas, alambres de púas, entre otros); b) Productos de PVC: tuberías, mangueras flexibles y piezas plásticas y c) Importación de productos terminados de acero, tales como angulares, planchuelas, tolas, vigas, entre otras. Adicionalmente, la empresa se encuentra desarrollando el negocio de metálicos, el cual consiste en la compra, acopio y procesamiento de chatarras para su posterior exportación a distintos mercados en donde este tipo de producto tiene una significativa demanda al ser re-utilizado como materia prima en la industria del acero.

INCA									
	1Q-10	2Q-10	3Q-10	4Q-10	1Q-11	2Q-11	3Q-11	4Q-11	1Q-12
Ventas (Tm)	96.151	86.917	75.715	86,587	94.258	94.317	104.164	81.411	87.433
Local	65.081	61.057	49.321	50,509	56.508	48.642	46.337	45.028	48.816
Exportación	31.070	35.859	26.394	36.078	37.749	45.675	67.827	36.383	38.617
Ventas ('000 USD)	74,498	77.355	67.541	62.239	86.216	87.469	93.818	76.565	80,916
Local	54.163	60.993	47.391	47.625	58.681	52.657	60.683	50.803	54,420
Exportación	20,336	26.362	20.150	14.614	27.535	34.812	43.235	25.762	26.496
Precio (USD/Tm)	775	890	892	719	915	927	901	940	925
Local	832	999	961	943	1.038	1.083	1.092	1.128	1.116
Exportación	665	735	763	405	729	762	748	708	686

Los productos laminados, entre los cuales destacan las varillas de construcción, constituyen la principal fuente de ingresos de INCA, representando el 67,5% de las ventas durante 2011. Por su parte, los productos planos concentraron el 11,2% de las ventas totales de INCA. Estos productos tienen múltiples aplicaciones tanto en la construcción, como en la industria automotriz y en la elaboración de productos como tanques de agua, tanques de combustible y cocinas.

Los productos de PVC aportaron el 6,3% de las ventas durante 2011. INCA fabrica tubos diseñados para la conducción de fluidos como agua potable y productos químicos, además de tubos conductores de cables eléctricos y telefónicos; adaptadas a los requerimientos de los clientes, dado que poseen máquinas especiales para moldear las piezas a las especificaciones requeridas. La empresa cuenta con la certificación NSF (National Sanitation Foundation) en la elaboración de tubos de PVC para la conducción de agua potable, lo cual le permite exportar estos productos a la región del Caribe y a Estados Unidos. Por su parte, los productos de alambre contribuyeron igualmente con un 8,6% de las ventas totales de INCA a septiembre de 2011. Dichos productos son utilizados como insumo en el sector construcción y a nivel doméstico para la delimitación física de áreas.



En el mercado local, INCA comercializa sus productos hacia tres segmentos de clientes: un segmento detallista, constituido por ferreterías de diversos tamaños; el segmento distribuidor, conformado por empresas dedicadas a la comercialización de materiales de construcción al por mayor y un segmento contratista. Los precios de los productos comercializados en el



mercado local están expresados en dólares pagaderos en pesos al tipo de cambio del día, lo cual mitiga parcialmente su exposición al riesgo cambiario resultante de una eventual devaluación del tipo de cambio.

Desde 2008 INCA inició un proyecto de ampliación de la capacidad instalada de su línea de producción de laminados, mediante la inversión de US\$ 92,7 millones en un segundo laminador, el cual inició sus primeras corridas de prueba en caliente en marzo de 2011. El nuevo laminador agregó 420.000 Tm/año a la capacidad de producción de laminados llevándola a 720.000 Tm/año, lo cual fortalecerá su posición competitiva en el mercado local, y permitirá una mayor expansión de sus operaciones en Centroamérica y las islas del Caribe, su principal área de influencia. Asimismo, a través de este proyecto de expansión INCA estaría en capacidad de producir también otros productos como plachuelas y angulares, los cuales actualmente son importados.

Durante 2011 el volumen de ventas en el mercado local se contrajo, afectado por el menor dinamismo de la economía como consecuencia de la incertidumbre política que generó sobre los agentes económicos la reciente reforma fiscal y la revisión del acuerdo Stand-by por parte del FMI. Por su parte, la actividad exportadora registró en 2011 un crecimiento, aunque por debajo de los niveles esperados. Aún hay incertidumbre en relación a la evolución de la actidad exportadora a corto y mediano plazo, la cual dependerá principalmente de la demanda de productos laminados que se pueda generar con el proceso de reconstrucción de Haití, así como por la mayor presencia esperada en el mercado de Centroamérica y del Caribe en función de estrategias más agresivas de comercialización y de acuerdos comerciales aun en negociación.

Estrategia y Posición Competitiva

INCA ha basado la consolidación de su posición de liderazgo en el mercado local y la expansión de sus exportaciones en la diversificación de los productos y en la calidad de servicio que ofrece a sus clientes. En tal sentido, el objetivo de la empresa es mantener una amplia gama de productos que satisfagan los requerimientos del sector de la construcción. INCA mantiene posiciones de liderazgo en casi todos los mercados que atiende en República Dominicana y cuenta con participaciones de mercado entre 40% y 60% en la mayoría de sus productos –de acuerdo a información suministrada por la empresa.

La estrategia comercial a mediano plazo se basa en fortalecer su posición competitiva en el mercado local y en su mercado regional relevante, soportada en la reciente ampliación de la planta de laminados, lo que le permite diversificar su portafolio de productos, disminuir la gama de productos importados e incrementar la presencia en los mercados de exportación, así como aprovechar economías de escala una vez alcanzado un nivel adecuado de utilización de la nueva capacidad instalada. En los mercados internacionales la estrategia de crecimiento se apalancará en su capacidad para atender de manera eficiente el volumen de productos demandados por clientes en Centroamérica y el Caribe.

La empresa ha desarrollado nuevos productos con alto valor agregado dirigidos al sector de la construcción, desincentivando la importación de productos laminados. El desarrollo del negocio de metálicos, se destinará en su totalidad al mercado de exportación, lo cual le permitirá a la empresa obtener mejores márgenes de rentabilidad que los obtenidos por esta línea de negocios en el mercado local.

Desempeño Financiero

Durante 2011 las ventas de INCA reflejaron un crecimiento de 25,9% respecto a 2010, favorecido principalmente por un incremento del 8,3% en los volúmenes de venta y del 12,8% en los precios de venta promedio. El crecimiento en volumen es explicado principalmente por el incremento del 37,3% en las exportaciones, toda vez que el menor dinamismo en el mercado local implicó una contracción del 9,0% en los volúmenes de venta. Por su parte, los precios de venta en el mercado local registraron un incremento del 16,8%, superior a la caída de los volúmenes, mientras que los precios promedios en el mercado de exportación registraron un incremento del 17,5%.

Un dinamismo de la demanda menor al esperado tanto en el mercado local como en los mercados de exportación, han limitado la flexibilidad de la empresa para trasladar a los precios de venta el incremento de los costos de la materia prima y los mayores costos de transformación asociados a la entrada en funcionamiento del nuevo laminador. Durante 2011 el EBITDA cayó a DOP 888 millones, equivalente a un margen de 6,5%, nivel inferior al registrado en el ejercicio 2010. La caída del EBITDA y el mayor endeudamiento se reflejó en niveles de apalancamiento significativamente superiores, tanto a los niveles históricos como a los previstos por Fitch. Al 31 de diciembre de 2011, el apalancamiento medido a partir de la relación Deuda Total/EBITDA se elevó a 7,8x (4,0x a diciembre de 2010).

La estrategia financiera de la empresa está enfocada en el sostenimiento de los niveles de rentabilidad a partir de iniciativas internas que redundarán en reducciones de costos, así como en la reducción de los niveles de endeudamiento a partir de los recursos derivados de menores requerimientos de capital de trabajo, lo que redundaría en una mejora de los niveles de apalancamiento. La reciente emisión de bonos corporativos por USD 40 millones a 5 años y el acceso a una línea de crédito comprometida por USD 60 millones a 3 años garantizado por Gerdau, contribuyó a la mejora del perfil de vencimiento de la deuda.

Los accionistas de INCA han demostrado su apoyo, al brindarles soporte financiero y operativo, lo que les ha facilitado el acceso a fuentes de financiamiento en condiciones favorables y les ha generado importantes ahorros en costos. A corto y mediano plazo INCA no contempla inversiones de capital significativas que impliquen presiones adicionales sobre su flujo de caja.

Industrias Nacionales, S.A.				
Estructura de Capital				
(Al 31 de diciembre de 2011)			Cronograma de Amortizacione	S
Tipo de Deuda	(DOP MM)	%	Año Fiscal	(DOP MM)
Préstamos CP	115	0,9	2012	551
Línea comprometida	2.358	19,3	2013	436
Préstamos LP	1.887	15,5	2014	2.794
Bonos 2015	1.000	8,2	2015	1.193
Borios 2016	1.550	12,7	2016	1.743
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable at Patrimonio	6.910	56,7	2017	193
Total Patrimonio	5.284	43,3	Total	6.910
Total Capital Ajustado	12.194	100,0		
			Liquidez	(DOP MM)
			(Al 31 de diciembre de 2011)	
Deuda Total / EBITDA	7,8x		· ·	
Deuda Neta / EBITDA	7,2x		Caja e Inversiones Corrientes	560
	•		Lineas de Crédito Disponibles	3.038
			Total	3.598
Fuente; INCA y cálculos propios				



Resumen Financiero - Industrias Nacionales, S.A.

(Expresado en miles de pesos dominicanos. Años fiscales culminados el 31 de Diciembre)

	UDM	2014	2010	2009	2000
Rentabilidad	Mar-12	2011	2010	2009	2008
EBITDA Operativo	824.463	888.098	1.191,800	(1.460.049)	1,297,145
EBITDAR Operativo	824,463	888.098	1,191,800	(1.460.049)	1.297.145
Margen de EBITDA (%)	6,1	6,5	11,0	(14,6)	8,6
Margen de EBITDAR (%)	6,1	6,5	11,0	(14,6)	8,6
Retomo del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(0,2)	(0,2)	11,9	(20,1)	16,4
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(19,7)	(16,2)	(15,2)	(11,5)	(9,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	(9,9)	(5,2)	11,9	(30,7)	14,0
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(0,1)	(0,1)	9,7	(7,8)	6,3
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	2,5	3,7	9,5	(6,9)	5,4
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,5	3,7	9,5	(6,9)	5,4
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	8,0	1,1	0,6	(3,1)	0,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	8,0	1,1	0,6	(3,1)	0,5
FGO / Cargos Fijos	(0,1)	(0,1)	9,7	(7,8)	6,3
FFL / Servicio de Deuda	(2,3)	(2,5)	(0,7)	(2,0)	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(2,0)	(1,8)	(0,4)	(0,2)	(0,3)
FGO / Inversiones de Capital	(5,0)	(1,6)	(0,1)	0,5	(0,0)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	(253,6)	(291,8)	3,9	(2,0)	2,2
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	8,6	7,8	4,0	(2,2)	2,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	8,1	7,2	3,4	(1,7)	2,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	8,6	7,8	4,0	(2,2)	2,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	8,1	7,2	3,4	(1,7)	2,2
Costo de Financiamiento Implicito (%)	5,6	4,2	3,2	6,4	9,5
Deuda Garantizada / Deuda Total	*	4		-	
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,1	0,4	0,1	0,7
Balance					
Total Activos	14.951.620	15.930.483	14.267.317	11.479.590	15.006.764
Caja e Inversiones Corrientes	375.713	559,998	652,922	840.175	484.144
Deuda Corto Plazo	674.112	550.578	1.951.617	253.400	2.221.347
Deuda Largo Plazo	6.407.921	6.359.512	2.769.029	3.027.200	1.156.360
Deuda Total	7.082.033	6.910.090	4.720.646	3.280.600	3.377.707
Deuda asimilable al Patrimonio		Tallette Ace			
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.082.033	6.910.090	4.720.646	3.280.600	3.377.707
Deuda Fuera de Bafance				*	
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.082.033	6.910.090	4.720.646	3.280.600	3.377.707
Total Patrimonio	5.289.431	5.283.811	5,568.388	4.944.315	5.968.981
Total Capital Ajustado	12.371.464	12.193.901	10.289.034	8.224.915	9,346.688
Flujo de Caja				- Vincenteral	
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(353.205)	(265.713)	1.093.907	(1.864.292)	1.292.473
Variación del Capital de Trabajo	(1.857,273)	(1.086.599)	(1.185.235)	3.167.277	(1.342.046)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(2.210.478)	(1.352.312)	(91.328)	1.302.985	(49.573)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total		-		-	
Inversiones de Capital	(441.885)	(856.402)	(1.551.257)	(2.380.590)	(1.130.973)
Dividendos	-	-	-	(68.090)	(282.933)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(2.652.363)	(2.208.714)	(1.642.585)	(1,145.695)	(1.463.479)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.341	1.586	176	540	
Otras Inversiones, Neto	(44)		108.600	439.744	(531.895)
Variación Neta de Deuda	2.417.477	2.114.203	1.346.556	(98.708)	1.570.893
Variación Neta del Capital			-	1.160.150	612.250
Otros (Inversión y Financiación) Variación de Caja	(232.589)	(92.925)	(187.253)	356.031	(31.550) 156.219
	· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·			1777	
Estado de Resultados Ventas Netas	13.445.711	13.606.208	10.808.312	9.967.760	15.045.135
Variación de Ventas (%)	10.740.711	25,9	8,4	(33,7)	27,3
EBIT Operativo	227.945	356.774	905.147	(1.730.389)	1.019.396
Intereses Financieros Brutos	325.282	242.034	126.080	212.568	242,096
Alguiteres	0E0.E0E	242.004	120.000	212,000	276,990
Resultado Neto	(550.592)	(284.578)	624.073	(1.677.789)	692.363



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.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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 PÚBLICAS, 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 @ 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 asescres, 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 intrinsecamente 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 afirmo 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 Fritch y ningún individuo, o grupo de individuos, es unicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el nesgo de pérdida debido a los nesgos 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 autoria 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 substituto 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 titulo. 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. Filch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varian 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 varien 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 disponitoles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.