

Papel y Productos
Forestales
Venezuela
Análisis de Crédito

Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	AA-(ven)
Nacional de Corto Plazo	F-1(ven)
Emisión OQ-2007-I	A2

Información Financiera

MANPA

(M VEF)	3M	
	31/03/11*	31/12/10
Ventas Netas	468.510	1.362.045
EBITDA	79.483	185.456
FGO	90.414	48.596
Deuda Total	427.412	271.808
EBITDA/Gastos Fin.	4,8x	4,2x
Deuda Total/EBITDA**	1,3x	1,5x

*Bolívars constantes de marzo de 2011.

**Anualizado a fines comparativos.

Analistas

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

Julio Ugueto
+58 212 2863844
julio.ugueto@fitchratings.com

Reportes Relacionados

- *Corporate Rating Methodology (August 16, 2010)*
- *National Ratings Criteria (January 19, 2011)*

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a MANPA reflejan las dificultades operativas que ha enfrentado la empresa como consecuencia de un entorno económico adverso, caracterizado por elevadas presiones regulatorias en materia cambiaria que han impedido la obtención oportuna de divisas para la importación de materia prima que propiciaron durante 2010 diversas paradas no programadas de las plantas, impactando la rentabilidad, la generación de flujo de caja operativo, el apalancamiento y la cobertura de intereses. Por su parte, el sostenimiento de una política agresiva de dividendos en un contexto de menor generación de caja impone presiones adicionales sobre la liquidez de la empresa.
- Durante 2010 el EBITDA de la empresa se redujo en 26%, bajando su margen a 13,6% nivel significativamente menor al registrado en 2009 (23,2%). La relación de EBITDA a servicio de deuda bajó a 0,7 veces, nivel inferior al registrado en ejercicios recientes (1,3 veces en 2009 y 3,0 veces en 2008). Por su parte, el apalancamiento se ubicó en 1,5 veces (0,7 veces al cierre de 2009). El menor EBITDA aunado a un mayor nivel de endeudamiento, impactó la cobertura de intereses, la cual se ubicó en 4,2 veces al cierre de 2010 (7,5 veces al cierre de 2009). Durante el primer trimestre de 2011 el margen EBITDA se ubicó en 17%, el apalancamiento en 1,3 veces y la cobertura de intereses en 4,8 veces.
- Para 2011 la gerencia de la empresa anticipa menores presiones sobre los márgenes de rentabilidad y sobre el flujo de caja operativo, dadas las ventajas de costo que derivan de la aprobación de las divisas para la importación de la materia prima requerida para el primer semestre de 2011 al tipo de cambio oficial de 2010 (2,6 Bs./US\$). Fitch considera que dichas ventajas pudieran diluirse ante nuevos atrasos en el proceso de aprobación de divisas para suplir los requerimientos del segundo semestre de 2011 o ante el incremento de costos operativos asociados a la negociación de nuevos contratos laborales.
- La actual estrategia de MANPA estará dirigida a garantizar su operatividad en medio de un contexto de mayores presiones regulatorias y competitivas, no previéndose importantes inversiones de capital que pudieran ejercer presiones adicionales sobre sus indicadores de liquidez, los cuales sin embargo resultarían favorecidos ante una política de dividendos más conservadora.

Elementos Clave de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones asignadas podrían ser afectadas en forma adversa por un importante aumento de los indicadores de apalancamiento reflejo de la reducción del flujo de caja operativo afectado por el entorno económico recesivo, por la adopción de un perfil financiero más agresivo o por mayores presiones regulatorias.

Perfil

La empresa Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. fundada en el año 1950, dedicándose a la producción y conversión de papel tissue, para empaques y embalajes, imprimir y escribir, así como artículos escolares, principalmente al mercado local.

Perfil

Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. fue fundada en 1950, dedicándose a la producción y conversión de papel tissue, para empaques y embalajes, imprimir y escribir, así como artículos escolares, principalmente al mercado local, siendo que una parte de su producción se destina hacia las Islas el Caribe y Centroamérica.

La empresa pertenece mayoritariamente a un grupo empresarial con actividades industriales en Venezuela desde principios del siglo XX, siendo que en la actualidad mantiene adicionalmente operaciones en el sector de ventas no reguladas de energía eléctrica. Las acciones de la empresa están inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas y cotiza ADR's en el mercado OTC.

Presentación de cuentas: Para el presente reporte se consideraron los estados financieros auditados por la firma Lara Marambio y Asociados (Deloitte) para los ejercicios fiscales 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 y 2010 presentados en base a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), luego de la adopción anticipada de los referidos principios contables, de acuerdo a las resoluciones N° 157-2004 y 177-2005 emitidas por la Superintendencia Nacional de Valores (antes Comisión Nacional de Valores). Estos estados financieros no incorporan el efecto de la inflación tal como es realizado por otros emisores venezolanos.

En noviembre de 2010 la Superintendencia Nacional de Valores emitió la resolución N° NS-029 en la cual se establece que todas las compañías regidas bajo la Ley del Mercado de Capitales y adoptaron de forma anticipada las NIIF en el año 2005, podrán aplicar en forma prospectiva el ajuste por inflación a sus estados financieros. En tal sentido, el corte de los estados financieros al 31 de marzo de 2011 han sido preparados con base a las Normas para la Elaboración de Estados Financieros de las Entidades Sometidas al Control de la Superintendencia de Valores.

Operaciones

MANPA es una empresa dedicada a la producción y conversión de papel para uso industrial, comercial, doméstico, escolar y de oficina. La empresa mantiene un elevado grado de integración, con operaciones que comprenden: a) Producción de materia prima (pulpa) a través del procesamiento de fibras recicladas; b) Manufactura de bobinas de papel y c) Conversión de papel para empaques y embalajes, resmas, resmillas y formas continuas, higiénicos, así como, productos escolares y de oficina.

La empresa posee una planta para la manufactura de pasta destintada (pulpa) con una capacidad anual de producción de 45.600 TM, la cual sule parte de las necesidades de materia prima. Esta planta utiliza fibras recicladas tanto nacionales como importadas, originarias principalmente de Estados Unidos y Colombia.

La mayor parte de los ingresos de la empresa deriva de la venta de productos terminados con mayor valor agregado, donde sólo un 11% corresponde a bobinas de papel destinadas a otras empresas convertidoras fabricantes de papel para imprimir y escribir, así como para empaques y embalajes.

Durante los últimos años el desempeño operativo de MANPA ha afectado por la dinámica de la actividad económica del país, el impacto de la sobrevaluación del tipo de cambio sobre la competitividad su actividad exportadora y las dificultades para el acceso oportuno a las divisas necesarias para la importación de materias primas. Más recientemente, la existencia de diversas exigencias regulatorias han impactado la flexibilidad operativa de la empresa.

La principal fuente de ingresos de MANPA deriva del segmento de higiénicos, encargado de la manufactura y comercialización de papel higiénico para baños, servilletas, faciales

y toallas, cuyas ventas representaron en 2010 el 45% del volumen total comercializado y el 58% del total de ingresos. La demanda de estos productos registra una menor sensibilidad ante cambios en los niveles de actividad económica, dada su condición de productos de consumo masivo, siendo que la tendencia de las ventas está muy relacionada al crecimiento poblacional, principalmente en el caso de los higiénicos para baños. Durante el AF10 el volumen del segmento se ubicó en 54.370 TM, 7% inferior respecto al AF09, producto de una leve reducción de la participación de mercado.

El segmento de bobinas para imprimir, escribir y embalar, constituye el segundo en importancia dentro del volumen de ventas, representando en 2010 el 22% del volumen total de ventas, aún cuando representa el 11% de los ingresos de la compañía, producto de sus menores niveles de valor agregado respecto a los otros productos. En este caso, MANPA elabora un producto intermedio utilizado como materia prima por las empresas convertidoras fabricantes de cuadernos, bolsas, sacos y resmas de papel, principalmente. Las ventas de estos productos reflejan una mayor sensibilidad frente a las variaciones en el nivel de actividad económica. La evolución del tipo de cambio y su efecto en la competitividad de los productos nacionales respecto a los importados, es otro factor determinante en las ventas de las empresas convertidoras y por ende en el volumen despachado de bobinas por parte de MANPA. Durante 2010 las ventas de este segmento resultaron afectadas por el menor nivel de actividad económica y por problemas de disponibilidad de materia prima asociados a dificultades para acceder oportunamente a las divisas necesarias para su importación.

Por su parte, las exportaciones han representando una reducida porción de las ventas de la compañía (3% en promedio durante los últimos 5 años) y han estado constituidas fundamentalmente por las ventas de productos del segmento de higiénicos en el mercado del Caribe realizadas a través de una filial ubicada en Trinidad y Tobago.

El principal insumo utilizado por MANPA en su proceso productivo deriva de la pulpa de madera, cuyos requerimientos son cubiertos principalmente por proveedores ubicados en países suramericanos con los cuales la empresa mantiene relaciones de larga data, lo que le ha permitido aprovechar las ventajas otorgadas por convenios internacionales como ALADI (ver *Aspectos Regulatorios*) para la importación de la materia prima. Por otro lado, la empresa cubre parte de sus requerimientos de materia prima través de su planta procesadora de fibras recicladas.

A partir del segundo semestre de 2008 MANPA dio inicio a una estructura de distribución de todos sus productos bajo un esquema de exclusividad, soportada en la experiencia favorable de este esquema de distribución en el segmento de higiénicos. En tal sentido, la distribución es realizada a través de 9 empresas independientes que cubren los diversos puntos de ventas a nivel nacional. Si bien dicho esquema supone una relativa concentración de las ventas a nivel de distribuidor, dicha exposición resulta parcialmente mitigada por la larga data de las relaciones comerciales con los mismos, destacando que los ingresos se encuentran atomizados a nivel de cliente final. Este nuevo esquema se tradujo en una importante reducción de gastos operativos y en una mejora de los márgenes de contribución de la empresa a partir de 2008. Por su parte, la distribución de los productos dirigidos al sector industrial se continúa realizando de manera directa por parte de la empresa.

Estrategia y Posición Competitiva

MANPA ha logrado mantener una adecuada posición de mercado a nivel nacional en su segmento más importante (higiénicos), la cual sin embargo se vio afectada en 2010 por una caída de los niveles de producción asociada a la importación oportuna de materias primas, destacando como líder en este segmento la empresa Papeles Venezolanos, C.A. (Grupo Kruger). Este posicionamiento de mercado es consecuencia de las inversiones

efectuadas en planta a fin de realizar las mejoras tecnológicas necesarias para obtener productos competitivos, así como de la amplia red de distribución que posee a nivel nacional.

Dentro del sector de imprimir y escribir, MANPA mantiene una participación de mercado de 50%, mientras que en el segmento de empaque y embalaje, la empresa constituye el principal fabricante de dichos productos con una participación de 39%, destacando la importante participación de productos importados.

La actual estrategia de MANPA estará dirigida a garantizar su operatividad en medio de un contexto de mayores presiones regulatorias y competitivas, no previéndose importantes inversiones de capital que pudieran ejercer presiones adicionales sobre sus indicadores de liquidez, los cuales sin embargo resultarían favorecidos ante una política de dividendos más conservadora.

Desde el punto de vista financiero, la estrategia de la empresa se orientará a la amortización de la deuda de acuerdo a su cronograma de vencimientos, estimándose mantener niveles de deuda similares a los actuales.

Aspectos Regulatorios

Los productos de papel higiénico (principal segmento de ventas de MANPA) cuentan con regulación de precios por parte de las autoridades. Específicamente, desde el año 2003, como estrategia para reducir las presiones inflacionarias por parte del gobierno, una larga lista de bienes y servicios comercializados en el país está sujeta a regulación de precios, dentro de la cual está el papel higiénico en todas sus clases. No obstante, los fabricantes de estos artículos cuentan con un amplio portafolio de productos, lo cual mitiga el impacto del control de precios.

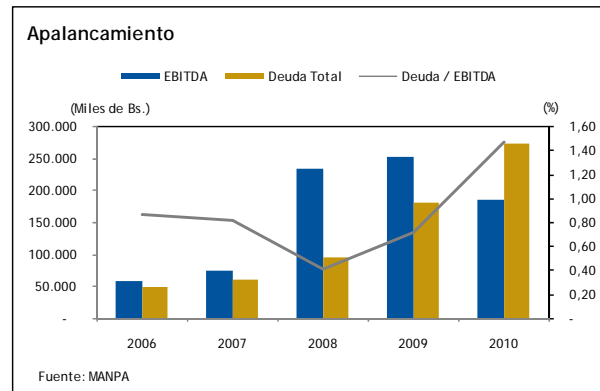
Adicionalmente, Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio desde febrero de 2003, limitando así las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida, no sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela (BCV), impone numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal situación podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas venezolanas: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

Tomando en cuenta que la mayor parte de los insumos utilizados por MANPA son de origen importado, la empresa ha tomado ciertas medidas para minimizar el impacto del control de cambio impuesto por el Ejecutivo Nacional desde febrero del año 2003, al realizar el registro de su deuda comercial ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), así como el aprovechar el convenio ALADI para la obtención de divisas para la compra de materia prima. Dado que el proceso de autorización y liquidación de divisas se ha llevado a cabo con retrasos, la empresa ha visto limitado el acceso oportuno a las divisas requeridas, lo que ha derivado en paradas no programadas de producción y reducciones del margen operativo, toda vez que hasta mayo de 2010 parte importante de las divisas se obtuvieron a través de operaciones con bonos de deuda de la República Bolivariana de Venezuela, a un tipo de cambio mayor al oficial.

Desempeño Financiero

Durante 2010 el perfil crediticio de la empresa resultó impactado, en primer lugar, por las dificultades operativas asociadas a dificultades para la obtención oportuna de las divisas

necesarias para la importación de materia prima y a mayores presiones regulatorias, las cuales propiciaron paradas no programadas tanto de las plantas de molinos como de conversión, y a su vez impactaron la rentabilidad de la empresa. Por otro lado, el sostenimiento de una política agresiva de dividendos en un contexto de menor generación de flujo de caja operativo ha presionado los indicadores de liquidez y los niveles de apalancamiento.



Durante 2010 el EBITDA de la empresa cayó a 26%, bajando el margen a 13,6% nivel significativamente menor al registrado en 2009 (23,2%). Al cierre de 2010, la relación de EBITDA a servicio de deuda bajó a 0,7 veces, nivel inferior al registrado en ejercicios recientes (1,3 veces en 2009 y 3,0 veces en 2008). Por su parte, el apalancamiento medido a través de la relación Deuda Total Ajustada / EBITDA se ubicó en 1,5 veces (0,7 veces al cierre de 2009).

El menor EBITDA aunado a un mayor nivel de endeudamiento, impactó la cobertura de intereses, la cual se ubicó en 4,2 veces al cierre de 2010 (7,5 veces al cierre de 2009). Durante el primer trimestre de 2011 el margen EBITDA se ubica en 17%, el apalancamiento baja a 1,3 veces y la cobertura de intereses sube a 4,8 veces.

Para 2011 la gerencia de la empresa anticipa menores presiones sobre los márgenes de rentabilidad y sobre el flujo de caja operativo, dadas las ventajas de costo que derivan de la aprobación de las divisas para la importación de la materia prima requerida para el primer semestre de 2011 al tipo de cambio oficial de 2010 (2,6 Bs./US\$). Fitch considera que dichas ventajas pudieran diluirse ante nuevos atrasos en el proceso de aprobación de divisas para suplir los requerimientos de materia prima del segundo semestre de 2011 o ante el incremento de costos operativos asociados a la negociación de nuevos contratos laborales.

Resumen Financiero - Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

(bolívares fuertes, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	API*		Histórico				
	3M Mar-11	3M Mar-10	2010	2009	2008	2007	2006
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	79.483.901	79.214.396	185.454.833	250.677.811	233.001.552	74.703.285	57.398.226
EBITDAR Operativo	79.483.901	79.214.396	185.454.833	250.677.811	233.001.552	74.703.285	57.398.226
Margen de EBITDA	17,00	19,30	13,60	23,20	27,20	13,80	13,20
Margen de EBITDAR	17,00	19,30	13,60	23,20	27,20	13,80	13,20
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,80	10,00	15,40	35,60	44,50	16,70	15,30
Margen del Flujo de Fondos Libre	(6,30)	(1,80)	(4,90)	(8,20)	(0,50)	(4,30)	2,30
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	50,40	70,80	31,70	41,20	40,80	11,60	7,50
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,50	8,50	2,10	7,50	10,80	9,30	10,30
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	4,80	7,70	4,20	9,50	11,00	10,20	8,90
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4,80	7,70	4,20	9,50	11,00	10,20	8,90
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,76	0,85	0,70	1,30	3,00	2,20	1,00
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,76	0,85	0,70	1,30	3,00	2,20	1,00
FGO / Cargos Fijos	6,50	8,50	2,10	7,50	10,80	9,30	10,30
FFL / Servicio de Deuda	(0,12)	0,03	(0,10)	(0,30)	0,20	(0,50)	0,30
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,34	0,44	0,20	(0,10)	0,80	(0,10)	0,70
FGO / Inversiones de Capital	(9,60)	0,20	3,10	11,80	14,00	10,70	25,90
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	1,00	0,99	2,90	0,90	0,40	0,90	0,70
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,34	1,10	1,50	0,70	0,40	0,80	0,90
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,74	0,61	1,00	0,60	0,20	0,70	0,40
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,34	1,10	1,50	0,70	0,40	0,80	0,90
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,74	0,61	1,00	0,60	0,20	0,70	0,40
Costo de Financiamiento Implícito (%)	15,47	11,88	19,50	19,30	27,30	13,30	13,00
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,80	1,00	0,80	0,90	0,60	0,40	1,00
Balance							
Total Activos	1.212.776.049	1.171.413.263	914.814.613	796.242.159	708.856.659	617.801.933	615.102.632
Caja e Inversiones Corrientes	192.482.245	154.874.827	78.248.844	38.126.528	42.443.174	11.289.947	24.109.486
Deuda Corto Plazo	350.206.361	331.944.715	218.418.153	162.419.076	56.801.894	26.180.781	49.566.291
Deuda Largo Plazo	77.205.462	16.450.560	53.390.161	17.580.000	37.410.000	34.200.000	-
Deuda Total	427.411.823	348.395.275	271.808.314	179.999.076	94.211.894	60.380.781	49.566.291
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	427.411.823	348.395.275	271.808.314	179.999.076	94.211.894	60.380.781	49.566.291
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	427.411.823	348.395.275	271.808.314	179.999.076	94.211.894	60.380.781	49.566.291
Total Patrimonio	408.820.977	533.085.657	331.336.518	373.945.623	417.162.342	351.500.427	386.660.839
Total Capital Ajustado	836.232.800	881.480.932	603.144.832	553.944.699	511.374.236	411.881.208	436.227.130
Flujo de Caja							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	90.414.506	77.546.264	48.595.728	170.955.143	206.267.705	61.264.716	60.325.617
Variación del Capital de Trabajo	(112.893.777)	(75.519.424)	29.938.206	(43.594.367)	(68.682.516)	(32.061.597)	13.881.093
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(22.479.271)	2.026.840	78.533.934	127.360.776	137.585.189	29.203.119,0	74.206.710,0
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(2.346.809)	(9.490.754)	(25.090.726)	(10.751.172)	(9.844.093)	(2.720.480)	(2.865.327)
Dividendos	(4.524.204)	(91.668)	(120.619.544)	(205.737.884)	(131.971.117)	(49.471.505)	(61.558.808)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(29.350.284)	(7.555.582)	(67.176.336)	(89.128.280)	(4.230.021)	(22.988.866)	9.782.575
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	172.444	1.001	766.441	41.265	8.241.612
Otras Inversiones, Neto	35.206	201.510	17.710.008	(1.004.729)	796.667	9.211	1.775.485
Variación Neta de Deuda	139.284.567	114.400.699	89.450.357	85.787.182	33.831.113	10.196.039	(419.501)
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-	14.311	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	-	-	-	-	-
Variación de Caja	109.969.489	107.046.627	40.156.473	(4.344.826)	31.164.200	(12.728.040)	19.380.171
Estado de Resultados							
Ventas Netas	468.509.769	409.802.058	1.362.045.048	1.081.152.054	856.634.558	540.737.010	433.653.930
Variación de Ventas (%)	14,3	-	26,0	26,2	58,4	24,7	15,6
EBIT Operativo	74.394.762	73.366.951	166.910.696	233.163.816	215.064.184	56.490.389	36.838.793
Intereses Financieros Brutos	16.534.869	10.344.015	44.054.555	26.474.199	21.127.299	7.338.490,0	6.480.701,0
Alquileres	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	59.549.031	47.058.066	111.772.544	162.947.379	156.670.447	42.893.177	30.222.960

*Estados Financieros Ajustados por Inflación Preparados según Normas para la Elaboración de los Estados Financieros de las Entidades Sometidas al Control de la CNV (ahora SUNAVAL).

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

Derechos de autor © 2011 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. 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. 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.