

Sector
Telecomunicaciones
Venezuela
Análisis de Crédito

Supercable ALK Internacional, S.A. (SUPERCABLE)

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	BB-(ven)
Nacional de Corto Plazo	B(ven)
Emisión OQ-2007	B2

Información Financiera

Supercable ALK Internacional, S.A.

(M VEF)*	UDM	
	31/03/11	31/12/10
Ventas Netas	291.561	292.952
EBITDA	75.176	74.244
FGO	89.092	79.882
Deuda Total	57.967	68.152
EBITDA/Gastos Fin.	3,3x	3,0x
Deuda Total/EBITDA	0,8x	0,9x

*Bolívares constantes de marzo de 2011.

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 SUPERCABLE incorporan la satisfactoria generación de flujo de caja libre, la reducción de sus niveles de apalancamiento y su aun adecuado posicionamiento en el sector de televisión por suscripción dentro de su área de influencia. Asimismo, las calificaciones incorporan la menor generación de ingresos en términos reales y el impacto de mayores presiones regulatorias sobre la rentabilidad del negocio, así como la importancia de transacciones realizadas con accionistas y partes relacionadas en el pasado.
- Una política de inversión de capital conservadora y limitaciones para el pago de dividendos le ha permitido a la empresa generar flujo de caja libre positivo de manera sostenida. Dichos fondos han sido aplicados a la reducción de la deuda financiera, favoreciendo la reducción del apalancamiento medido a través de la relación Deuda Total/ EBITDA. Al cierre de 2010 este indicador se situó en 0,9 veces, valor satisfactorio considerando el perfil de vencimiento de la deuda financiera, lo que a su vez ha determinado una relación de EBITDA a servicio de deuda bastante ajustado (0,9 veces).
- La generación de ingresos de SUPERCABLE ha mostrado un debilitamiento, reflejo de la política de precios más conservadora aplicada por la empresa, lo que ha afectado sus márgenes de rentabilidad. Adicionalmente, mayores presiones regulatorias en el sector le han impedido a SUPERCABLE acometer las inversiones necesarias para expandir su base de suscriptores y potenciar sus ingresos. La estrategia de la empresa se enfocará a la mejora del ingreso por suscriptor en términos reales a través de la diferenciación de precios respecto a sus competidores y en el mejor aprovechamiento de la red actual. En opinión de Fitch, dicha estrategia pudiera resultar limitada en un entorno de menor ingreso real de la población e intensificación de la competencia en el sector.
- En el pasado la empresa realizó importantes operaciones con empresas relacionadas y accionistas, las cuales alcanzan 209 millones a diciembre de 2010 (54% del activo), destacando que la transferencia de recursos hacia entes relacionados, que no necesariamente mantienen el mismo nivel de riesgo de SUPERCABLE, constituye una de las principales debilidades de la empresa.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones asignadas pudieran resultar favorecidas si la empresa logra mejorar la generación de ingresos, de manera tal que le permita recuperar sus indicadores de rentabilidad y mantener los niveles de apalancamiento. Por su parte, las calificaciones asignadas podrían ser afectadas ante cambios a nivel de relaciones con proveedores y partes vinculadas que determinen una desmejora del perfil financiero de la empresa.

Perfil

Supercable ALK Internacional S.A. (SUPERCABLE) fue constituida el 19 de agosto de 1992 con el objeto de prestar servicios de televisión por suscripción, acceso a internet y cualquier otro servicio de telecomunicaciones a través de fibra óptica de banda ancha.

Perfil

Supercable ALK Internacional S.A. (SUPERCABLE) fue constituida el 19 de agosto de 1992 con el objeto de desarrollar, instalar, construir, y explotar comercialmente un sistema de televisión por suscripción, servicio de internet y cualquier otro servicio de telecomunicaciones a través de fibra óptica de banda ancha. SUPERCABLE inició sus operaciones en el año 1994 en la ciudad de Caracas, constituyendo la primera empresa de redes de servicios digitales integrales en Venezuela. La empresa inició su expansión en el año 1996 hacia el centro y oriente del país abarcando ciudades como Puerto La Cruz, Puerto Ordaz, San Antonio de los Altos y los Teques, Maturín, Maracay y Margarita.

SUPERCABLE fue fundada por un empresario americano del sector de televisión por cable y contó desde el año 1994 con la participación minoritaria de Adelphia Communications, una empresa dedicada a la provisión de servicios de televisión por suscripción en Estados Unidos, quien proporcionó apoyo operativo adicional, siendo que esta última empresa posteriormente vendió sus acciones a otro empresario de la región Andina, que junto a su fundador controla actualmente a la empresa.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Varela y Asociados para los ejercicios 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 y 2010 culminados el 31 de diciembre, así como el corte no auditado al 31 de marzo de 2011. Los referidos estados financieros fueron elaborados de acuerdo a los principios de contabilidad aceptados en Venezuela, los cuales reconocen los efectos de la inflación en el poder adquisitivo de la moneda.

Operaciones

Las operaciones de SUPERCABLE derivan de la prestación de servicios de televisión por suscripción y acceso a Internet por banda ancha, las cuales representaron durante 2010 el 67% y 8% de los ingresos totales, respectivamente. Otra importante fuente de ingresos deriva de la suscripción de revistas y la venta de espacios publicitarios, los que en conjunto representaron 23% de los ingresos. Estos servicios son provistos a través de una infraestructura propia de antenas, equipos y red de fibra óptica (71% bidireccional), con gran capacidad para la transmisión de video, voz y datos a altas velocidades.

Durante el pasado reciente se ha observado una caída de la base de suscriptores, producto de un entorno económico desfavorable, caracterizado por mayores presiones regulatorias y un crecimiento de la ilegalidad. Adicionalmente, la empresa ha mantenido una política de inversión bastante conservadora, dirigida principalmente al mantenimiento de las redes, con lo cual el número de hogares pasados se ha mantenido en niveles relativamente estable. Al cierre de 2010 el número de hogares pasados se ubicó en 349.972 y la base de suscriptores bajó a 99.565, con lo cual la penetración baja a 28%. Por su parte, el ingreso promedio mensual por suscriptor ha reflejado una caída sostenida a partir de 2007, toda vez que la empresa no ha podido realizar ajustes tarifarios cónsonos con la inflación de los costos.

SUPERCABLE mantiene operaciones en 7 ciudades en Venezuela, presentando una elevada concentración en las urbanizaciones más importantes de la ciudad de Caracas con relativamente mayor nivel de ingresos, la cual agrupa al 67% de la base de suscriptores total de la empresa, destacando que en el resto de las localidades no se presenta ninguna concentración importante.

Vale destacar que la empresa se ha caracterizado por presentar una reducida rotación de su cartera de clientes, lo cual se refleja en el número de usuarios que migran hacia otros operadores como proporción de los suscriptores promedio del período (churn rate), el cual se ubicó en 1,41% en el año 2010, nivel adecuado en función a estándares de la

industria.

El segmento de mercado que atiende SUPERCABLE le ha permitido a la empresa domiciliar el cobro de sus servicios a las cuentas bancarias de sus clientes, o a través de cargos automáticos a la tarjeta de crédito, lo cual le da una efectividad de cobranza promedio del 65%. Destacando, que las facturas con antigüedad superior los 90 días, representan una baja porción reducida de las cuentas por cobrar.

En cuanto a los proveedores, la empresa suscribe contratos con los distribuidores de señales internacionales a un plazo que oscila entre 3 a 5 años. El monto cancelado por la contratación de las señales se establece en función del número de clientes de SUPERCABLE. Debe destacarse, que desde finales del año 2007, luego de negociaciones con los distribuidores del señal, SUPERCABLE les cancela sus servicios en moneda nacional, como consecuencia del control de cambios instaurado en Venezuela desde el año 2003. Los proveedores de equipos están ubicados fundamentalmente en Venezuela, los cuales proporcionan financiamiento a mediano plazo, siendo una porción minoritaria de estas compras son realizadas en moneda extranjera.

Desde el año 2000 los accionistas de SUPERCABLE, aprovechando la experiencia adquirida con la operación en Venezuela, han incursionado en el mercado colombiano a través de la empresa Supercable Telecomunicaciones, S.A. (ST Colombia) que opera en el área de Bogotá, la cual cuenta actualmente con 682.89 kilómetros construidos (56% Aéreo y 44% Subterráneos) y 131.168 de hogares pasados. Una porción importante del financiamiento de la inversión para el crecimiento inicial en Colombia ha sido proporcionado por SUPERCABLE.

Estrategia y Posición Competitiva

Durante los últimos años SUPERCABLE ha venido perdiendo participación de mercado, producto de las mayores presiones regulatorias que le han impedido acometer las inversiones necesarias para expandirse. De acuerdo a información suministrada por la gerencia, la empresa mantiene una participación de mercado en el Área Metropolitana del 32,5% de Caracas. En el corto plazo la estrategia de la empresa estará dirigida a garantizar el mantenimiento de la base de clientes a partir de una mayor penetración de las redes actuales. La empresa contempla llevar a cabo una agresiva estrategia publicitaria a fin de incrementar la presencia de la marca SUPERCABLE y aumentar la fidelización de sus suscriptores. Cabe destacar que no se contemplan inversiones adicionales destinadas a la expansión de redes.

En lo que respecta al servicio de acceso a internet, de acuerdo a información de la gerencia de la empresa, SUPERCABLE posee cerca de un 12,5% del mercado en su área de influencia, sólo superada por CANTV con su servicio banda ancha. El resto del mercado se reparte entre CANTV dial up y otras empresas con una reducida participación.

Dentro de la estrategia de la empresa se encuentra la mejora del ingreso por suscriptor en términos reales a través de la diferenciación de precios respecto a sus competidores y en el mejor aprovechamiento de la red actual. En opinión de Fitch, dicha estrategia pudiera resultar limitada en un contexto de menor ingreso real de la población e intensificación de la competencia dentro del sector.

Aspectos Regulatorios

Las operaciones del sector de televisión por suscripción se encuentran dentro del rango de aplicación de la Ley Orgánica de Telecomunicaciones (LOT), como instrumento rector de las telecomunicaciones en Venezuela, la cual fue promulgada en el año 2000. Esta ley proporciona competencias para la regulación, planificación, promoción y desarrollo del

sector a la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (CONATEL) que se constituyó como un instituto autónomo con personalidad jurídica, patrimonio propio y autonomía técnica.

De acuerdo a disposiciones de la LOT, se ha realizado la transformación de las concesiones vigentes a la fecha de su promulgación, a habilitaciones administrativas (título que otorga CONATEL para el establecimiento y explotación de redes y para la prestación de servicios de telecomunicaciones). En este sentido, en el año 2003, se proporcionó la habilitación administrativa que otorga a SUPERCABLE el derecho de explotación de red de telecomunicaciones y difusión por suscripción por 25 años en todo el territorio nacional. Debe destacarse, que en el año 2001, la empresa obtuvo adicionalmente, la habilitación para la prestación del servicio de internet en las principales ciudades del centro y oriente del país, que conforman el área de cobertura de la empresa. Asimismo, la LOT establece un esquema de tasas y contribuciones que equivale a 4,3% de los ingresos de la empresa, los cuales son calculados y pagados principalmente en forma trimestral.

En diciembre de 2010 fue sancionada la reforma a la LOT. En cuanto al régimen de tarifas, dicha ley prevé la libre fijación de precios para las empresas de difusión por suscripción y prestadoras del servicio de Internet. No obstante, el órgano rector se reserva el derecho de fijar las tarifas de los servicios de telecomunicaciones cuando lo considere necesario por razones de interés público. De esta forma, en la actualidad los servicios que presta la empresa no están sujetos a control de precios.

Por otro lado, en el mes de diciembre de 2004 se promulgó la Ley de Responsabilidad Social en Radio y Televisión (LRSRT), modificada inicialmente en diciembre de 2005 y posteriormente en diciembre de 2010, la cual fue creada para establecer un marco de obligaciones y deberes de interés general a ser cumplidos por los prestadores de servicio de radio y televisión, incluyendo los servicios de difusión por suscripción. Este instrumento legal, de acuerdo a sus promotores, tiene dentro de sus objetivos la defensa de los usuarios de los servicios de radio y televisión en cuanto al contenido de los mensajes emitidos y programación de los prestadores de los mismos, dentro de lo que se incluye la publicidad y propaganda. En tal sentido, la LRSRT limitó la capacidad de generación de ingresos por comercialización de espacios publicitarios, toda vez que las pautas publicitarias de bebidas alcohólicas eran contratadas fundamentalmente en los espacios disponibles de empresas de televisión por suscripción, dado el mayor poder de compra de los suscriptores de estos servicios. Por otro lado, la mencionada LRSRT establece un conjunto de sanciones que oscila entre 1% y 4% de los ingresos brutos en caso de violación de los parámetros de contenido.

En septiembre de 2006, la CONATEL emitió una normativa que define los parámetros e indicadores de calidad de servicio a los cuales estarán sometidas las empresas de difusión por suscripción. Estos parámetros se centran particularmente en la medición y evaluación de la accesibilidad al servicio por parte de los usuarios, de la capacidad de la empresa de continuar prestando el servicio de forma satisfactoria, de la calidad de funcionamiento de la red de la empresa y de su efectividad de facturación. De acuerdo a información de la gerencia, considerando los estándares de calidad de SUPERCABLE, esta nueva regulación constituye una oportunidad para los operadores más grandes del mercado ya que implicaría una barrera de entrada a nuevos competidores, así como, significaría la salida de los operadores con baja calidad de servicio.

Recientemente se ha propuesto a nivel de CONATEL y de la Asamblea Nacional la modificación de la LRSRT a fin de exigir una mayor proporción de canales nacionales, la cual adicionalmente proporcionaría un mayor control regulatorio al sector de televisión por suscripción al demandar mayor participación de la producción nacional dentro de la programación de las empresas de este sector. Debe destacarse, que a la fecha los cambios a realizarse en la regulación no incluirían controles de precios a los servicios

ofrecidos por el referido sector.

Adicionalmente, en cuanto a las operaciones en moneda extranjera por parte de las empresas en Venezuela, el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio a partir del mes de febrero de 2003, limitando así las operaciones en el mercado de divisas. 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, 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.

En vista de lo anterior, parte de los distribuidores de señal de canales internacionales mantienen cuentas en moneda nacional a fin de recaudar la cobranza, trasladando así el riesgo de convertibilidad a los distribuidores de señal. Por su parte, es importante destacar que SUPERCABLE aún no ha realizado el registro de su deuda comercial ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), siendo que ha recurrido a operaciones con títulos valores a fin de procurarse la obtención de divisas para la cancelación de una parte importante de la deuda mantenida con distribuidores de señal. No obstante, la empresa tiene acceso a divisas a través del Sistema de Transacciones con Títulos Valores en Moneda Extranjera (SITME) manejado por el Banco Central de Venezuela.

Desempeño Financiero¹

Durante 2010 los ingresos de SUPERCABLE registraron un descenso de 2,4% con relación al ejercicio previo, reflejo de la política de precios más conservadora aplicada por la empresa, lo cual aunado al incremento de gastos generales y administrativos, incidió en la reducción del margen EBITDA a 25,3%, nivel inferior al registrado durante 2009 (37,3%).

El descenso del EBITDA redujo ligeramente la cobertura de gastos financieros. Sin embargo, la reducción de la deuda financiera con relación al cierre de 2009, favoreció a los indicadores de apalancamiento, siendo que la relación de Deuda Total Ajustada a EBITDA al cierre de 2010 se situó en 0,9 veces, valor satisfactorio considerando el perfil de vencimiento de la deuda financiera, lo que a su vez ha determinado una relación de EBITDA a servicio de deuda bastante ajustada (0,9 veces).

A corto plazo se anticipa un reducido dinamismo de los niveles de ingresos reales de la empresa, dada la estrategia de realizar ajustes de precios que acompañen la inflación de costos en un contexto de relativa estabilidad de la base de suscriptores, siendo que los indicadores de cobertura y de apalancamiento se ubicarían en promedio en valores acordes con la calificación asignada.

En el pasado la empresa realizó importantes operaciones con empresas relacionadas y accionistas. De esta forma, al 31 de marzo de 2011 SUPERCABLE registra dentro de otros activos intangibles 209 millones de bolívares, presentados como aportes para compras de acciones, derivados del financiamiento de las operaciones de ST Colombia, los cuales representan el 54% de los activos totales de la empresa. A la fecha existen planes para la reestructuración de esta partida aún cuando no se ha precisado el mecanismo ni la fecha

¹ Cifras expresadas en bolívares constantes de marzo 2011.

de culminación de dicha reestructuración. Asimismo, al 31 de marzo de 2011, SUPERCABLE registra cuentas por cobrar a largo plazo a accionistas. Aún cuando estas transacciones se han reducido recientemente, es importante destacar que la transferencia de recursos hacia entes relacionados, que no necesariamente mantienen el mismo nivel de riesgo de la empresa, continúa representando una de las principales debilidades de SUPERCABLE.

Resumen Financiero - Supercable ALK Internacional, S.A. y Compañía Filial

(Cifras consolidadas, expresadas en miles de bolívares constantes del 31 de marzo de 2011, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	UDM				
	Mar-2011	2010	2009	2008	2007
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	75.176	74.244	111.925	121.556	144.298
EBITDAR Operativo	76.138	75.172	112.497	122.589	145.323
Margen de EBITDA	25,8	25,3	37,3	35,8	37,1
Margen de EBITDAR	26,1	25,7	37,5	36,1	37,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	59,2	52,0	36,6	16,7	(9,2)
Margen del Flujo de Fondos Libre	18,6	22,0	11,4	4,3	(29,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(38,6)	31,2	(15,9)	1,4	(16,3)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,00	4,20	2,40	1,20	(0,60)
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	3,30	3,00	3,20	2,70	2,50
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,20	2,90	3,20	2,60	2,50
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,00	0,90	1,20	1,20	2,00
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,00	0,90	1,20	1,20	2,00
FGO / Cargos Fijos	4,80	4,10	2,30	1,20	(0,60)
FFL / Servicio de Deuda	1,00	1,10	0,70	0,60	(0,80)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,00	1,20	0,70	0,70	(0,80)
FGO / Inversiones de Capital	6,60	9,10	4,50	1,80	(9,90)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,60	0,70	1,60	4,00	(7,70)
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,80	0,90	1,20	1,70	1,90
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,70	0,90	1,20	1,70	1,90
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,80	1,00	1,20	1,70	1,90
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,80	0,90	1,20	1,70	1,90
Costo de Financiamiento Implícito (%)	26,30	23,60	16,40	11,80	13,40
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,00	0,80	0,50	0,30	0
Balance					
Total Activos	392.752	405.039	408.635	500.457	575.295
Caja e Inversiones Corrientes	2.981	4.784	1.170	4.477	1.118
Deuda Corto Plazo	56.351	55.509	61.937	53.726	13.515
Deuda Largo Plazo	1.616	12.643	68.827	151.393	260.804
Deuda Total	57.967	68.152	130.764	205.119	274.319
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	57.967	68.152	130.764	205.119	274.319
Deuda Fuera de Balance	6.734	6.493	4.005	7.229	7.176
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	64.701	74.645	134.769	212.348	281.495
Total Patrimonio	125.342	128.471	93.844	110.675	108.573
Total Capital Ajustado	190.043	203.116	228.613	323.023	390.068
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	89.092	79.882	48.075	7.166	(94.130)
Variación del Capital de Trabajo	(25.261)	(7.590)	(4.029)	25.643	(10.440)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	63.831	72.292	44.046	32.809	(104.570)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(9.603)	(7.935)	(9.702)	(18.094)	(10.548)
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre (FFL)	54.228	64.357	34.344	14.715	(115.118)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	11.119
Otras Inversiones, Neto	-	-	36	-	-
Variación Neta de Deuda	(34.059)	(38.148)	(35.906)	(6.293)	103.555
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	1.614	0	(1.757)	(5.069)	(2.942)
Variación de Caja	21.783	26.209	(3.284)	3.354	(3.386)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	291.561	292.952	300.135	339.355	388.552
Variación de Ventas (%)	-	(2,40)	(11,60)	(12,70)	1,50
EBIT Operativo	49.318	47.155	80.465	84.957	99.548
Intereses Financieros Brutos	22.524	24.836	35.100	45.594	57.132
Alquileres	962	928	572	1.033	1.025
Resultado Neto	(65.689)	34.628	(16.231)	1.512	(19.263)

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.