

Corporativo/Venezuela
Análisis de Riesgo

Otepi Consultores, S.A.

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC- 2003 I	B2	NR	Jul-2003

NR – No calificado anteriormente.

Analistas

Franklin Santarelli
(58 212) 286 32 32
franklin.santarelli@fitchvenezuela.com

Carlos Fiorillo
(58 212) 286 38 44
carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com

Perfil

Otepi Consultores S.A. (OTEPI) empresa constituida en el año 1967, es una organización con más de 35 años de experiencia en la ejecución de proyectos de ingeniería, procura y construcción en las áreas de petróleo, gas, energía, e industrial en general, tanto en el ámbito nacional como internacional.

Fortalezas y Oportunidades

- Sólida experiencia en los mercados donde opera
- Relaciones de liquidez adecuadas
- Backlog de proyectos suficientes para mantener el nivel de operaciones

Debilidades y Amenazas

- Reducción reciente de los niveles de rentabilidad
- Relaciones de cobertura de deuda inferior al promedio del mercado
- Concentración relativa de la cartera de clientes
- Comportamiento inestable de la inversión pública y privada en Venezuela

▪ **Fundamentos**

OTEPI ha logrado posicionarse firmemente en el mercado tanto en la región central como en el oriente del país. A lo largo de los años la empresa ha consolidado una extensa y sólida experiencia tecnológica en el diseño y construcción de grandes obras de la más variada índole y ha obtenido la certificación internacional de calidad ISO 9001. Los proyectos en los que ha participado OTEPI se han desarrollado en diversas áreas tales como: producción petrolera, transporte y distribución de fluidos, refinación y plantas de proceso.

A pesar del liderazgo mostrado por OTEPI, la inestabilidad del patrón de inversión pública y privada se ha reflejado en un nivel de facturación relativamente inestable en los últimos cinco años; toda vez que la cartera de clientes se encuentra relativamente concentrada como consecuencia de la drástica reducción en los programas de inversión en Venezuela. Durante los últimos cinco ejercicios fiscales la empresa ha registrado un nivel de facturación promedio cercano a los 51.000 millones de bolívares (expresados en moneda constante del mes de abril de 2003), siendo que el ejercicio culminado en junio de 2002 la facturación alcanzó un record de 64.258 millones de bolívares, mientras que en el año 2000 se observó un mínimo de 38.796 millones de bolívares.

De cara al deterioro del ambiente operativo en Venezuela desde finales del año 1998, la empresa ha acometido diversos programas de reestructuración de sus operaciones y también de reducción de costos, con la intención de fortalecer su rentabilidad y a la vez diversificar sus ingresos. Es así como, desde el año 2000 se iniciaron las gestiones para concretar una asociación en Colombia y también de potenciar la facturación en otras regiones de América del Sur y Centro América, siendo que al cierre del ejercicio interino culminado en abril de 2003 la facturación proveniente del extranjero representaba cerca del 20,5% del total. La intención de la gerencia es mantener una adecuada diversificación de sus fuentes de ingreso a nivel regional, sin que ello implique una pérdida de su posición de liderazgo en el mercado local, para lo cual cuenta no solo con su amplia experiencia, sino también con una estructura operativa y personal operativo suficiente.

En general el desempeño de la empresa se encuentra íntimamente ligado al nivel de inversión pública y privada. Es así como retrasos en la ejecución de proyectos o en la contratación de los mismos podría afectar el nivel de facturación de la empresa y su flujo de caja. El incremento en el nivel de conflictividad política y social observado en Venezuela desde finales del año 2001, ha resultado en una drástica disminución del nivel de actividad del sector petrolero, particularmente desde finales del año 2002, siendo que muchos proyectos de inversión han debido ser retrasados o suspendidos en la espera que la industria petrolera estatal pueda recuperar su nivel de operaciones. Esta situación, junto a la caída de la inversión privada, dado los altos niveles de incertidumbre política y económica, reducen el potencial de crecimiento del sector en el mediano plazo, siendo que las oportunidades de nuevos proyectos se ven significativamente disminuidas. OTEPI cuenta con un backlog de proyectos en ejecución y en proceso de licitación que mitigan parcialmente dicho riesgo en el corto plazo.

Julio 2003

"Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente."

www.fitchvenezuela.com

▪ Perfil

Otepi Consultores, S.A. (OTEPI) constituida en noviembre de 1967, es una organización con más de 30 años de experiencia en la ejecución de proyectos de ingeniería, procura y construcción en las áreas de petróleo, gas, energía e industrial en general, tanto en el ámbito nacional como internacional. OTEPI mantiene diferentes asociaciones y empresas subsidiarias a través de las cuales ofrece parte de sus servicios a nivel nacional e internacional. Dentro de las principales asociaciones que maneja la empresa destacan: Consultores OTEC, S.A. (poseída en un 60%) a través de la cual se prestan servicios de consultoría y ejecución de proyectos en el área ambiental; Otepi Foster Wheeler, S.A. (poseída en un 50%), empresa que ofrece servicios en las áreas de petróleo y gas, químico y petroquímico y otros proyectos industriales y SCO Ingeniería S.A. (poseída en un 50%), a través de las cuales se prestan servicios de ingeniería de consulta en Colombia y en el resto de Latinoamérica. Por su parte, la empresa consolida adicionalmente con tres empresas filiales (100% poseídas) las cuales principalmente se encargan de prestar servicios de ingeniería a nivel internacional.

▪ Estrategia

OTEPI ha logrado posicionarse firmemente en el mercado tanto en la región central como en el oriente del país. En los últimos tres años la empresa ha desarrollado proyectos por más de 1.800.000 horas hombre, siendo sus principales clientes: PDVSA, Sivensa, Maxus, YPF, Williams, Sincor, Lasmó, Pérez Companc, Operadora Cerro Negro, Ameriven, ETESA (Panamá), ECOPETROL (Colombia) y Grupo Alvica, entre otros.

Durante el año 1995 OTEPI y Foster Wheeler Corporation constituyeron OTEPI FOSTER WHEELER (50% de participación cada una), una empresa que ofrece servicios en el área de gerencia, procura y subcontratación de la construcción, destinada principalmente a la industria petrolera. Foster Wheeler Corporation es una compañía global que ofrece servicios de diseño, ingeniería, construcción, desarrollo y gerencia de proyectos, investigación, etc., principalmente a través de los grupos de operación: ingeniería y construcción, equipamiento y operación de plantas de energía así como el de construcción y operación de plantas de tratamiento de desperdicios. Foster Wheeler Corporation registraba al cierre del AF02 activos por más de 2.900 millones de dólares y ventas por 3.575 millones de dólares.

Continuando con la estrategia de diversificación de ingresos de la empresa, durante el AF00 se concretó la asociación con Schrader Camargo Ingenieros Asociados S.A. para el desarrollo de la actividad de servicios de ingeniería en Colombia. Para la fecha ya la empresa ha completado con éxito algunos proyectos entre los cuales destacan: el desarrollo de la ingeniería del sistema de transporte de producción de blancos, poliducto de oriente

Sebastopol-Tocancipá, y se desarrolló la interventoría del proyecto de ampliación y modernización de la planta de craqueo catalítico UOP, Modelo IV, de la refinería de Cartagena.

Durante el año 2000 OTEPI acometió una agresiva reestructuración organizacional con la intención de adaptarse a las necesidades del mercado y a su vez incrementar su eficiencia. A su vez, como parte de la reorganización del Grupo Otepi, las actividades de "Operación y Mantenimiento" iniciadas durante el año 1997 a través del Consorcio Otepi-Greystar fueron desincorporadas de los libros de la empresa y transferidos a la empresa Otepi Operación y Mantenimiento S.A. la cual es filial del holding OTEPI S.A. Los ingresos derivados de esta operación representaban el 1,5% de los ingresos totales de OTEPI.

▪ Operaciones

El desempeño del sector se encuentra íntimamente ligado al comportamiento de la economía y más específicamente al comportamiento de la inversión, tanto pública como privada y en particular con la ejecución de proyectos en el sector petrolero y también en el área de infraestructura, entendiéndose por infraestructura servicios públicos (energía, agua, gas, saneamiento), obras públicas (carreteras, presas, riego) y obras de la empresa privada (plantas de manufactura, minería, construcción), entre otros.

Durante el período 1993-1996 la inversión en Venezuela registró una importante contracción consecuencia de la escasa actividad del sector público en obras de infraestructura, la situación del mercado petrolero y los escasos incentivos para la inversión privada producto del bajo nivel de actividad económica y el sistema de controles que imperó hasta el primer trimestre de 1996. Sin embargo, luego de implantarse las primeras medidas de la denominada "Agenda Venezuela" en abril de 1996 e iniciarse el proceso de apertura petrolera, enmarcado dentro de los lineamientos del plan de inversiones de la industria petrolera, la inversión mostró una tendencia al alza logrando así crecer en más de 15% durante el año 1997.

La caída de los precios petroleros desde finales del año 1997, la reducción en el programa de inversiones de la industria petrolera, los diferentes recortes de producción realizados durante el período 1998-2002 y la recesión económica registrada se reflejaron en una contracción significativa en el monto de las inversiones registradas en Venezuela, lo cual afectó negativamente el desempeño del sector de consultoría al disminuir drásticamente su demanda.

Bajo este escenario OTEPI no solo ha incrementado sus esfuerzos comerciales, sino que también ha acometido diversos planes para aligerar su estructura operativa y mejorar su desempeño en medio de un ambiente macroeconómico inestable. La instalación de una nueva

plataforma de gestión desde el año 2000, no solo ha permitido reducir la carga del backoffice, sino también ha resultado en una herramienta estratégica de control de gestión y mejoramiento de la productividad. Así también, la participación activa en licitaciones internacionales le ha permitido diversificar geográficamente sus fuentes de ingresos y disminuir el peso de la inestabilidad venezolana en su flujo de caja. Dicha estrategia ha resultado en un incremento de la participación de dichos negocios hasta un 20,5% del total, mientras que para el año 1999 no existía ningún proyecto fuera de Venezuela. A la fecha, OTEPI se encuentra operando en diferentes proyectos en Colombia, Panamá y Perú

▪ **Posición Competitiva**

OTEPI desde su fundación, ha logrado posicionarse firmemente en el mercado tanto de la región central como oriental del país. A lo largo de los años la empresa ha consolidado una extensa y sólida experiencia tecnológica, en el diseño y construcción de grandes obras de la más variada índole y ha obtenido la certificación internacional de calidad ISO 9001, además de un conocimiento del mercado y estrechos vínculos con sus clientes.

OTEPI compite con otros participantes nacionales y regionales que ofrecen diversos servicios de ingeniería, sin embargo, si consideramos la capacidad de oferta de servicios integrales el espectro de competidores se reduce considerablemente, siendo que OTEPI ocupa una importante posición como una de las principales empresas que ofrece servicios integrados en el país. La experiencia acumulada en el sector petrolero le ha permitido a la empresa adquirir un “Know How” del negocio, el cual les permite tener la capacidad de participar como actores principales en los diversos tipos de proyectos que se ofrecen en este mercado. Para aquellos proyectos de gran envergadura se busca el soporte de las grandes empresas contratistas generales foráneas, para complementar capacidades financieras y técnicas.

▪ **Aspectos Regulatorios**

El sector de servicios de consultoría en Venezuela no enfrenta un marco legal que regule sus operaciones de carácter específico. Sin embargo, debido al carácter multidisciplinario de sus operaciones y su relación con proyectos de construcción, regulaciones civiles, ambientales y de seguridad industrial deben ser cumplidas a cabalidad. Vale destacar, que OTEPI conciente de tal realidad ha realizado los mejores esfuerzos para mantener elevados niveles de calidad en sus operaciones, siendo que desde el año 1997 la empresa recibió por su sistema de aseguramiento de calidad la certificación internacional ISO 9001.

Durante los primeros meses del año el Ejecutivo Nacional anunció la aplicación de una serie de medidas económicas entre las cuales destacó la aplicación de un severo control de cambios. Por segunda vez en un período de 10 años el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de

cambios (febrero de 2003), limitando así las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida que no solo 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, imponen numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal medida podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas: 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.

Si bien, OTEPI no es una empresa manufacturadora de productos, la procura de los materiales necesarios para acometer los proyectos de construcción en los cuales se encuentra involucrada la empresa en muchas ocasiones requieren de la importación de bienes desde el extranjero. Para enfrentar las limitaciones impuestas por dicho control, la empresa no solo cuenta con nivel de activos denominados en moneda extranjera, sino que muchos de sus contratos se encuentran protegidos ante esta eventualidad, siendo que los contratantes deberían proveer las divisas necesarias para tales efectos o proporcionar los insumos necesarios, siendo que hasta la fecha la empresa no ha enfrentado mayores inconvenientes. Por su parte, la totalidad de la deuda financiera de OTEPI se encuentra denominada en moneda local, con lo cual los requerimientos propios de la empresa en moneda extranjera se ven significativamente reducidos.

▪ **Desempeño Financiero**

Durante el AF02 finalizado en junio de 2002, OTEPI registró ingresos por 64.258 millones de bolívares, mayores en 28,8% con relación a los registrados durante el AF01. Este crecimiento fue el resultado de la estrategia de crecimiento y participación en nuevos proyectos. La mayor inversión de recursos en la realización de ofertas y la reducción de márgenes de comercialización con el objeto de ser más competitivos significaron un descenso de 8 puntos porcentuales en el margen bruto, el cual se ubicó en 16,5%, el más bajo en los últimos cinco años. Sin embargo, la significativa reducción de gastos de administración compensó parcialmente el efecto anterior, con lo cual el margen operativo permaneció positivo, siendo que el EBITDA alcanzó 1.604 millones de bolívares. A pesar del significativo incremento de gastos financieros, producto de un mayor nivel de pasivos con costo, la ganancia cambiaria permitió incrementar la utilidad después del costo integral de financiamiento hasta 2.946 millones de bolívares. Por su parte la participación en consorcios contribuyó con el resultado anterior y al descontar el gasto de impuestos la utilidad se incrementó hasta 1.933 millones de bolívares, superando en más de 5 veces la obtenida el año precedente.

Para junio de 2003, las relaciones ROAA y ROEA se elevaron hasta en 6,9% y 16,7% respectivamente.

Debido a la naturaleza del negocio, en la cual los procesos de pagos a proveedores y facturación a clientes no necesariamente están atados a los mismos parámetros, los índices de liquidez han registrado variabilidad durante los últimos años, siendo que para el AF02 la relación activo circulante a pasivo circulante fue de 2,19 veces.

Históricamente el nivel de pasivos financieros de la empresa ha sido manejado conservadoramente, siendo que aún bajo circunstancias en las cuales ha habido un descenso importante en el nivel de operaciones la deuda se ha encontrado respaldada por niveles de efectivo razonables. Sin embargo, para el AF02 las razones de cobertura han mostrado un deterioro siendo que la utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) cubría en 0,9 veces los gastos financieros del período mientras para el año anterior dicha relación fue más de 10 veces. A su vez, la relación de EBITDA a deuda financiera total (corto plazo) se redujo por primera vez en los últimos años por debajo de la unidad. h

Desde el AF00 la gerencia de la empresa decidió suspender temporalmente el pago de dividendos como una estrategia para fortalecer la capitalización de la misma, aunque el repunte del nivel de operaciones se reflejó en un ligero incremento del apalancamiento. Para el cierre del AF02 la relación de pasivo a patrimonio se elevó hasta 1,5 veces. Para este mismo período los activos en moneda extranjera superaban a sus pasivos en 6,5 millones de dólares.

▪ **Eventos Financieros Recientes**

Al cierre de abril de 2003 (10MAF03) los ingresos alcanzaron 54.593 millones de bolívares, representando el 85% de los ingresos registrados durante todo el ejercicio fiscal anterior, como resultado del gran esfuerzo comercial dentro y fuera del territorio venezolano. Los costos operativos siguieron en ascenso debido a las pérdidas operativas en algunos proyectos, producto del resultado desfavorable en un proyecto localizado en Colombia y otro en Venezuela, no pudiendo ser compensados por la

reducción de gastos administrativos lo que se reflejó en una pérdida operativa de 3.018 millones de bolívares. Tal caída en la utilidad operativa no fue contrarrestada por el costo integral de financiamiento y una vez consideradas las utilidades en afiliadas, carga impositiva y otras, el resultado final registró un resultado negativo de 3.376 millones de bolívares.

La reducción de la utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) ocurrida durante los primeros 10MAF03 afectó negativamente los indicadores de cobertura de la empresa. A pesar del descenso del pasivo de la empresa, la pérdida neta del período afectó negativamente los indicadores de apalancamiento, siendo que la relación de pasivo a patrimonio se elevó hasta 1,6 veces.

Es importante destacar que, de acuerdo con la gerencia, la significativa reducción de personal ocurrida durante el primer trimestre del año calendario y un cambio en la estrategia de negocios fuera del territorio nacional, permitirán nuevamente recuperar los márgenes del negocio.

A partir del cierre del mes de abril de 2003, la empresa ha logrado disminuir cuentas por cobrar comerciales siendo que los activos circulantes superan en más de 2 veces a los pasivos circulantes, relación ligeramente inferior a la del cierre del último ejercicio. El resultado adverso del Consorcio Otepi-GBC se reflejó en un saldo negativo en la cuenta de inversiones y participación en consorcios. En este sentido, la empresa estima que habrá una cierta recuperación de los resultados reflejados a la fecha, de acuerdo con las negociaciones llevadas a cabo con el cliente al que sirve este consorcio.

En general el desempeño de la empresa se encuentra íntimamente ligado al nivel de inversión pública y privada. Es así como retrasos en la ejecución de proyectos o en la contratación de los mismos podría afectar el nivel de facturación de la empresa y su flujo de caja. Sin embargo, la presencia de proyectos en marcha mitiga en parte estos riesgos. De acuerdo con la gerencia de la empresa, la carga de trabajo para el cierre de abril de 2003 alcanza unos 22 millones de dólares.

Resumen Financiero - OTEPI Consultores, S.A.

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes del 30 de abril de 2003)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 1.600,00 1.316,75 718,75 682,00 606,00 545,50

Meses **10** **12** **12** **12** **12** **12**
Abr-03 **Jun-02** **Jun-01** **Jun-00** **Jun-99** **Jun-98**

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	-2,38x	0,86x	10,65x	6,35x	1,97x	16,71x
EBITDA*/Deuda de Corto Plazo	-1,75x	0,32x	1,93x	2,25x	2,68x	14,24x
EBITDA*/Deuda Financiera Total	-1,75x	0,32x	1,93x	2,25x	2,18x	9,37x
EBITDA*/Deuda Financiera Neta de Corto Plazo	3,65x	0,50x	9,75x	-2,11x	-0,84x	-22,14x
Pasivo/Patrimonio	1,60x	1,47x	1,36x	1,12x	0,93x	1,31x

Resultados

Ventas Netas	54.593	64.258	49.883	38.796	38.316	63.368
% de Cambio	-15%	29%	29%	1%	-40%	
EBITDA	(2.417)	1.604	3.435	3.045	2.372	13.354
Margen EBITDA	-4%	2%	7%	8%	6%	21%
Depreciación y Amortización	602	1.138	1.211	1.182	1.926	1.200
EBIT	(2.425)	4.929	1.350	1.136	(501)	9.575
Gastos Financieros	1.016	1.870	322	480	1.204	799
Costo de Financiamiento Estimado*	36,4%	54,4%	19,5%	37,5%	45,3%	
Pérdida Cambiaria	2.677	5.908	385	402	212	209
Ganancia Monetaria	(2.533)	(1.558)	(1.060)	(1.032)	(1.656)	(3.104)
Utilidad Neta	(3.376)	1.933	344	360	(1.187)	7.396
Retorno sobre Activo Promedio*	-14,7%	6,9%	1,5%	1,8%	-4,8%	30,4%
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	-37,1%	16,7%	3,3%	3,6%	-10,3%	19,2%

Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	3.775	(5.765)	(1.408)	490	3.445	5.141
Flujo de Caja de Inversión	1.858	(4)	(568)	(1.649)	3.413	(3.691)
Flujo de Caja Financiero	(4.995)	6.156	612	243	(4.687)	(1.039)
Flujo de Caja Neto	637	386	(1.365)	(916)	2.171	410

Balance

Efectivo e Inversiones en Valores	2.456	1.818	1.432	2.797	3.712	1.541
Cuentas por Cobrar	21.023	26.607	20.067	13.463	11.659	19.583
Activo Total	23.973	31.204	24.766	21.550	19.354	30.133
Deuda Financiera de Corto Plazo	1.661	5.037	1.784	1.352	884	937
Cuentas y Gastos por Pagar	10.253	8.142	10.029	7.459	6.004	10.974
Deuda Financiera de Largo Plazo	0	0	47	121	204	3.296
Pasivo Total e Intereses Minoritarios	14.737	18.586	14.294	11.396	9.351	17.062
Patrimonio Total	9.236	12.617	10.472	10.154	10.003	13.071

Liquidez

Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	100%	100%	97%	92%	81%	22%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	1,48x	0,36x	0,80x	2,07x	4,20x	1,64x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros)	-1,01x	0,23x	1,63x	1,66x	1,14x	7,69x
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2,00x	2,19x	1,83x	1,97x	2,47x	1,87x

Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	4,2	6,5	4,5	3,4	5,9	3,5
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (a Mayo 31, 2003)

Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Vencimientos	-	-	-	-	-	-

* En caso que pertenezcan a períodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos

Características de la Emisión

Emisor:	Otepi Consultores S.A.
Identificación de la Emisión:	PC-2003-I
Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Monto:	Hasta Bs. 4.000,00 MM.
Rendimiento:	Fijada al momento de la emisión.
Plazo:	Entre 15 y 360 días.
Riesgo:	B2
Categoría B	Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptible de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que este pertenece, o en la economía.
Subcategoría B2	Se trata de instrumentos que, actualmente presentan un relativo bajo riesgo para la inversión. Tienen una adecuada capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece, o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar el riesgo.
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la colocación serán utilizados para financiar el capital de trabajo necesario para atender las necesidades de expansión de OTEPI, dado que las nuevas contrataciones de proyectos requieren la cancelación de conceptos como: mano de obra, empresas contratistas, materiales y equipos, entre otros.
Autorización de la Emisión:	Emisión PC-2003-I aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas del 12 de mayo de 2003.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Edos. Financieros consolidados del emisor.2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero de Otepi Consultores, S.A. publicado en julio de 2003.

Julio 2003

"Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente."