

Aluminio
Uruguay
Informe integral

Aluminios del Uruguay S.A.

Calificación Nacional

	Calificación actual
ONs Serie 2 por hasta US\$ 4 millones	BBB+(uy)
Garantizadas mediante Fideicomiso en Garantía	

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Aluminios del Uruguay S.A.	Año Móvil	
	30/06/10	31/12/09
Total Activos (\$ miles)	19.768	20.304
Total Deuda Financiera (\$ miles)	4.287	4.933
Ingresos (\$ miles)	28.530	27.574
EBITDA (\$ miles)	2.887	2.981
EBITDA (%)	10.1%	10.8%
Deuda/ EBITDA	1.5	1.7
EBITDA/ intereses	7.3	6.1

Analistas

Finanzas Corporativas
Fernando Torres
+54 11 5235 8124
fernando.torres@fitchratings.com

Gabriela Catri
+54 11 5235 8129
gabriela.catri@fitchratings.com

Finanzas Estructuradas
Eduardo D'Orazio
+54 11 5235-8145
eduardo.d'orazio@fitchratings.com

Informes Relacionados

- CRITERIO APLICADO:
- Corporate Rating Methodology, Ago. 16, 2010. (1)
 - Manual de Calificación registrado ante el BCU.

Fundamentos de la calificación

- La calificación asignada refleja la importante trayectoria y posicionamiento de la compañía en el mercado de aluminio local, su capacidad exportadora y su adecuado perfil financiero. La compañía detenta una participación en el mercado uruguayo de perfiles de aluminio del 50%. A su vez, exporta aproximadamente el 50% de su producción, principalmente a países del Mercosur.
- Aluminios del Uruguay se desempeña también en el negocio de envases flexibles, en el cual enfrenta el desafío de mejorar sus márgenes de rentabilidad, ya que en los últimos años este segmento operó en niveles cercanos al punto de equilibrio. La compañía prevé focalizarse en determinados productos y clientes con mayor valor agregado.
- Entre los principales riesgos que enfrenta Aluminios del Uruguay se encuentra la volatilidad de precios de sus principales insumos, principalmente lingotes o barros de aluminio. Dado que la compañía no está integrada hacia atrás, se abastece de productores argentinos o brasileños. Existe una demora en el traslado a precio de las variaciones en el costo de sus insumos que puede afectar sus márgenes de EBITDA.
- La demanda de la compañía es cíclica, sujeta a las variaciones de la construcción y la industria automotriz pesada, tanto en Uruguay como en la región. Una crisis a nivel regional podría afectar negativamente la generación de fondos de la compañía. Hacia delante existen buenas perspectivas del negocio de construcción en Uruguay, a la vez que se observa una evolución positiva de la economía brasileña, principal destino de sus exportaciones.
- La compañía muestra un adecuado perfil crediticio. A pesar de la caída de ventas en 2009, los bajos precios del aluminio primario le permitieron alcanzar un máximo del 10.8% en sus márgenes de EBITDA. El EBITDA para el año móvil a jun'10 fue de US\$ 2.9 MM, aunque se espera se reduzca a alrededor de US\$ 2.4 MM en función de mayores costos y cierta baja en los precios promedio del corriente año. La generación de fondos de 2009 le permitió disminuir fuertemente su deuda financiera (US\$ 4.3 MM a jun'10 vs US\$ 7.3 MM a dic'08). El ratio deuda/EBITDA se redujo a 1.5x con coberturas de intereses de 7.3x.
- La compañía prevé emitir ONs por hasta US\$ 4 MM, cuyos fondos se destinarán en parte a cancelar deuda de corto plazo y el resto a financiar su plan de inversiones tendiente a ampliar capacidad y mejorar la eficiencia de la planta. Se estima que el ratio deuda/EBITDA ascienda a 2.8x en el máximo nivel de deuda, para luego ir disminuyendo a alrededor de 2x.

Perspectivas y factores relevantes de la calificación

- Fitch estima una recuperación en las ventas respecto de la caída observada en el ejercicio anterior, a partir de un aumento en los despachos. El margen de EBITDA se reduciría a niveles del 8/9%. El flujo libre se espera sea negativo en 2010/2011 a partir de inversiones de capital de más de US\$ 1.5 MM anuales.
- La emisión de ONs significará una mejora en la liquidez, al reducir la deuda de corto plazo. Los servicios de deuda se consideran manejables, alrededor de US\$ 1 MM anuales a partir de 2012. Hacia 2012 se espera que la compañía genere un flujo libre positivo que le permita atenuar el riesgo de refinanciación.

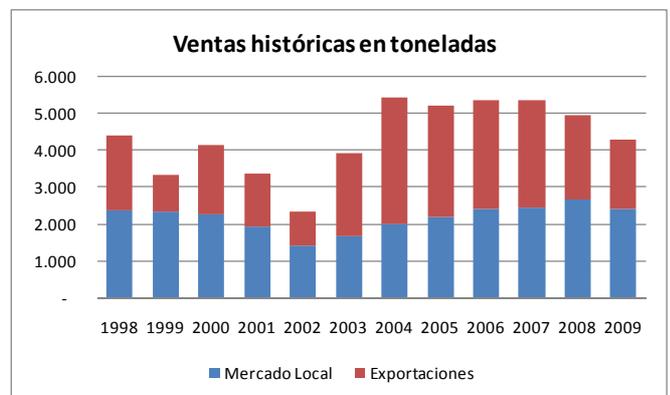
Liquidez y estructura de capital

La compañía presenta una adecuada estructura de capital, la cual tuvo una importante mejora durante 2009 y el primer semestre de 2010 en función de la reducción de la deuda financiera neta en US\$ 2.3 MM. A jun'10 la deuda neta de caja y depósitos en garantía era de US\$ 3 MM vs US\$ 5.3 MM a dic'08. El ratio deuda/capitalización decreció al 32% a jun'10, el cual compara con un 50% en promedio entre 2005 y 2008. Esto derivó en una mejora en sus ratios crediticios, presentando a jun'10 un mínimo en la relación deuda/EBITDA de 1.5x.

Perfil del negocio

Aluminios del Uruguay es la compañía de aluminios líder en el mercado uruguayo. Opera en dos segmentos de negocios distintos: la fabricación de perfiles de aluminio y la producción de envases flexibles (Ecoflex). En perfiles de aluminio cuenta con una participación del 50% en el mercado local.

A su vez, la compañía exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. Considerando un promedio de los últimos cinco años, aproximadamente el 66% de los ingresos se originan en el mercado local y un 34% provienen de exportaciones. Por su parte, las ventas en toneladas se distribuyen en alrededor de un 50% en el mercado local, y el otro 50% en exportaciones.

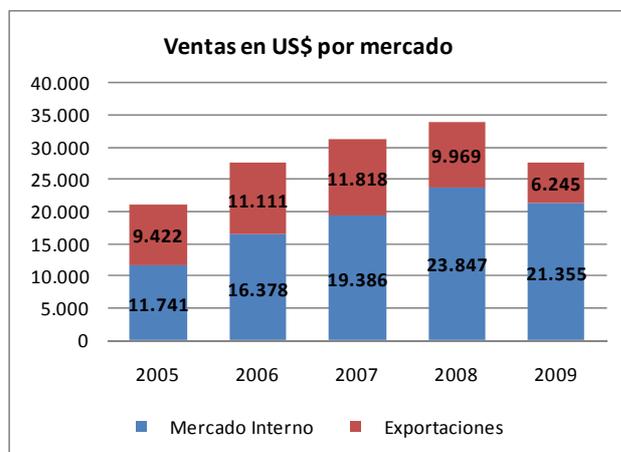
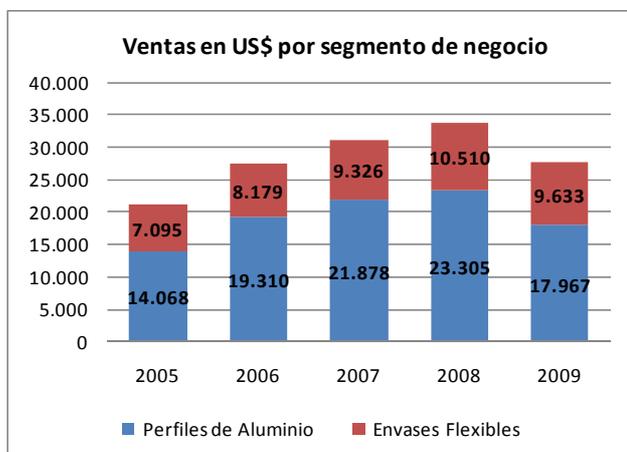


La compañía cuenta con una importante trayectoria. Se constituyó en 1935 y fue subsidiaria de Alcan Aluminium Ltd (compañía multinacional de origen canadiense) desde el año 1957 hasta el año 1997. En 1997 Alcan decidió vender ciertos activos en la región, y así Aluminios del Uruguay fue adquirida por Focus Finance Ltd., sociedad creada por el equipo gerencial de la compañía. La gerencia cuenta con una amplia experiencia en la dirección de la compañía y en los sectores en los que participa.

La estrategia de la compañía se basa en aumentar su capacidad de producción en alrededor de un 10%, mejorar la eficiencia de la planta a partir de la incorporación de tecnología y desarrollar otros productos de valor agregado y alta calidad con el fin de consolidar su posicionamiento en el mercado local e incrementar las exportaciones. El diseño propio de líneas de aberturas, la disponibilidad de inventarios y los servicios de asistencia técnica le brinda una importante ventaja competitiva en el mercado local, el cual le otorga un mayor margen de rentabilidad.

En cuanto al segmento de envases flexibles, la compañía prevé concentrarse en mejorar los márgenes del negocio, para lo cual decidió focalizarse en determinados productos, principalmente envases con papel de aluminio (*foil*) utilizados en la industria farmacéutica, alimenticia y del tabaco, y/o en determinados clientes de embalajes flexibles que poseen mayor exigencia por la calidad. Esta actividad representa alrededor del 35% de las ventas de la compañía, pero con un EBITDA cercano a cero.

Operaciones



Perfiles de aluminio

El segmento de perfiles de aluminio es el que aporta prácticamente la totalidad del EBITDA de la compañía, con un margen del 10% en promedio durante los últimos cinco años. Los productos se destinan, en primer lugar, al sector de construcción en Uruguay (aberturas de aluminio), y a industrias como, fábricas de carrocerías de ómnibus y camiones, y para la fabricación de bicicletas.

La compañía es el principal jugador del mercado local, mientras que la competencia proviene mayormente de importaciones. Sus clientes se encuentran atomizados, compuestos en su mayoría por carpinteros metálicos. Las exportaciones se destinan fundamentalmente al negocio de carrocerías, siendo Marcopolo el principal cliente de este rubro.

Las materias primas sustanciales son los lingotes de aluminio puro, que se adquieren de Brasil y de Argentina. La compañía no cuenta con contratos de abastecimiento de largo plazo.

Ecoflex - Envases flexibles

El negocio evidencia un EBITDA prácticamente nulo (entre 0/1% de margen en los últimos cuatro años). Se inició como una actividad complementaria al ofrecer productos con *foil* de aluminio y luego se completó con productos de filmes plásticos tanto impresos como sin impresión. Los productos se destinan a los sectores de alimentos, bebidas, farmacéutico e industria tabacalera. La compañía es líder en el mercado local, con excepción del sector alimenticio en el cual enfrenta una mayor competencia. Además exporta alrededor del 40% de las ventas al Mercosur.

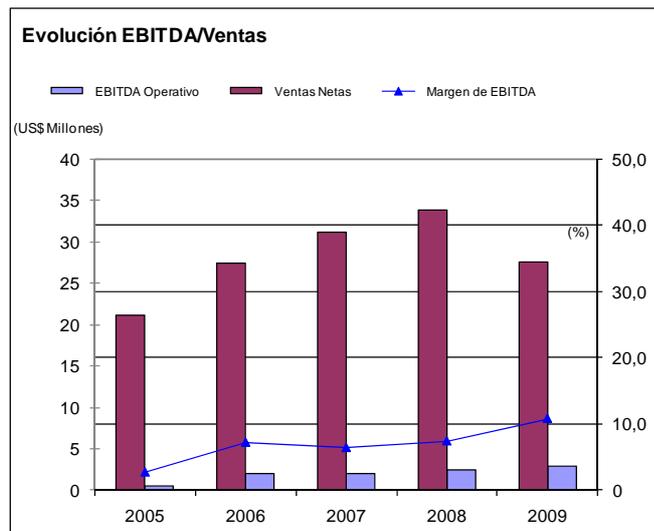
Este segmento se caracteriza por contar con clientes con un fuerte poder de negociación. La compañía planea concentrarse en los productos y segmentos con mayor margen, con el fin de que el negocio comience a generar rentabilidad. Entre los principales clientes se encuentran los cedidos al fideicomiso de garantía: Kraft Foods Uruguay y Roemmers, entre ambas representan alrededor del 3.8% de las ventas totales de la compañía.

Perfil financiero

La compañía evidenció una tendencia creciente de sus ingresos en dólares hasta alcanzar un máximo de US\$ 33.8 MM en 2008, producto del aumento en los despachos al mercado local (con un precio promedio superior) y de la evolución positiva de los precios en los distintos mercados y negocios en los que participa. En 2009 las ventas disminuyeron un 18.4%, a US\$ 27.6 MM, a partir de una combinación de una reducción en el volumen de ventas del 14% y menores precios promedio en un 5% debido al

impacto de la crisis internacional. La caída de ventas fue superior en el segmento perfiles de aluminio, principalmente los destinados al mercado externo.

A pesar de esta caída en las ventas, el EBITDA de 2009 ascendió a US\$ 2.98 MM alcanzando un margen de EBITDA del 10.8%, máximo histórico obtenido por la compañía. La baja de los precios internacionales del aluminio permitió a la compañía una disminución en el costo de adquisición de insumos. Si bien los precios de sus exportaciones cayeron en la misma proporción que los costos, los precios locales se mantuvieron relativamente estables. Existe un tiempo en el traslado a los precios de los movimientos en el costo del aluminio, que ante la baja del costo tuvo un impacto positivo en el margen de la compañía. El margen de EBITDA consolidado se ve afectado por el margen cercano a cero del negocio de envases flexibles.



En el primer semestre de 2010 se observó una recuperación de la ventas en un 7.3% respecto del mismo período del ejercicio anterior (US\$ 14.1 MM de ventas), mientras que el margen de EBITDA se ubicó en el 10%. El EBITDA para el año móvil a jun'10 se mantuvo en niveles similares al ejercicio anual 2009, aunque se espera una disminución al cierre en función del menor margen esperado. Se estima un EBITDA en torno a US\$ 2.4 MM para 2010. Hacia delante podría mostrar una tendencia creciente en función de un incremento en el volumen de ventas.

El flujo de fondos operativo mostró un comportamiento dispar en los dos últimos años, con una caída en 2008 producto de fuertes requerimientos de capital de trabajo que incluyeron la reducción de deudas comerciales, y un importante flujo generado en 2009 en función del mayor margen y un efecto positivo de las variaciones de capital de trabajo. En dicho año el flujo libre ascendió a US\$ 2.7 MM, luego de inversiones de capital por US\$ 0.9 MM y dividendos por US\$ 0.3 MM. Los fondos excedentes se destinaron a reducir la deuda de corto plazo y las amortizaciones de la deuda de largo plazo.

La deuda se redujo a US\$ 4.3 MM a jun'10, la cual compara con un máximo de US\$ 8 MM a dic'07. Esto, sumado al aumento del EBITDA, derivó en una mejora de los ratios crediticios de la compañía. A jun'10 el apalancamiento medido como deuda/EBITDA descendió a 1.5x, mientras que las coberturas de intereses ascendieron a 7.3x. A jun'10 la deuda se compone de las ONs serie 1 por US\$ 2.2 MM, préstamos bancarios de corto plazo por US\$ 1.6 MM que se prevén cancelar con la emisión de ON y prefinanciación de exportaciones por US\$ 0.45 MM.

La compañía planea la emisión de las ONs serie 2 por hasta US\$ 4 MM a 6 años de plazo con cuotas anuales de capital a partir de los dos años de la fecha de emisión y una tasa de interés fija que se estima se ubicará entre 5.5% y 6% anual. Las ONs contarán con un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago que estará integrado con los créditos que tenga o pueda tener el Emisor contra dos clientes específicos (Kraft Foods Uruguay y Roemmers) a efectos de garantizar y pagar, en su oportunidad y según corresponda, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables.

Fitch Uruguay ha considerado la estructura de garantía con que cuenta la emisión, y dada la forma en que opera la misma la calificación del instrumento está totalmente relacionada a la calidad crediticia del emisor.

Los fondos de la emisión se destinarán a reducir la deuda de corto plazo de la compañía y el resto será aplicado al financiamiento del proyecto de inversión que se espera completar entre 2010 y 2011 (US\$ 1.8 MM y US\$ 1.5 MM de inversión prevista, respectivamente).

Con la emisión de las ONs serie 2 se estima que la deuda al cierre de 2010 ascienda a aproximadamente US\$ 6.7 MM. Fitch estima un ratio de deuda/EBITDA en el pico de deuda de 2.8x que se prevé se reduzca a alrededor de 2x hacia 2012. Las coberturas de intereses se prevé se mantengan por arriba de 5x, reflejando un adecuado perfil financiero.

La emisión de ONs le permitirá mejorar su situación de liquidez, a partir de una extensión del perfil de vencimientos de la deuda. La compañía tiene previsto cancelar la deuda de corto plazo, con excepción de las prefinanciaciones de exportaciones que se encuentran respaldadas con fondos depositados en el Banco Central de Uruguay. Luego de la emisión, el perfil de vencimientos de deuda se considera manejable, de alrededor de US\$ 1 MM anual de capital entre 2012 y 2016, incluyendo las ONs serie 1 con vencimiento final en 2013 y las ONs serie 2. A partir de 2012 se espera que la compañía genere un flujo libre positivo luego de que finalice el plan de inversiones, hecho que reducirá el riesgo de refinanciación.

Anexo I: Resumen financiero

Resumen Financiero - Aluminios del Uruguay S.A. (miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

	Año móvil					
	<u>Jun-10</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	2.887	2.981	2.506	1.995	1.978	561
Margen de EBITDA	10,1	10,8	7,4	6,4	7,2	2,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18,8	27,1	17,9	12,7	19,6	10,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,2	9,9	(5,9)	(0,3)	1,8	(2,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	16,8	21,2	11,1	14,5	14,5	(3,8)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,3	7,9	3,6	3,6	4,0	2,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,3	6,1	3,6	4,0	4,1	1,6
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	0,8	0,4	0,4	0,7	0,2
FGO / Cargos Fijos	6,3	7,9	3,6	3,6	4,0	2,9
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,9	(0,2)	0,1	0,3	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	1,1	0	0,7	0,4	0,1
FCO / Inversiones de Capital	1,8	4,3	(0,7)	0,9	1,8	0,4
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,7	1,3	2,9	4,4	2,3	4,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,7	2,9	4,0	2,2	8,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,3	2,5	2,4	2,0	7,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,8	8,0	9,1	8,1	10,5	14,4
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
Balance						
Total Activos	19.768	20.304	21.414	22.700	17.795	16.403
Caja e Inversiones Corrientes	837	915	1.130	3.258	262	372
Deuda Corto Plazo	2.639	3.237	4.948	5.057	2.536	2.389
Deuda Largo Plazo	1.648	1.696	2.352	2.995	1.777	2.433
Deuda Total	4.287	4.933	7.300	8.052	4.313	4.822
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.287	4.933	7.300	8.052	4.313	4.822
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.287	4.933	7.300	8.052	4.313	4.822
Total Patrimonio	8.901	9.345	6.608	6.266	5.418	4.999
Total Capital Ajustado	13.188	14.278	13.908	14.318	9.731	9.821
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	2.088	3.384	1.792	1.323	1.433	670
Variación del Capital de Trabajo	(89)	534	(2.489)	(754)	(253)	(282)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.999	3.918	(697)	569	1.180	388
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.115)	(903)	(1.050)	(655)	(668)	(943)
Dividendos	(551)	(296)	(259)	(2)	(11)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	333	2.719	(2.006)	(88)	501	(555)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	33	33	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(1.482)	(2.339)	(750)	3.085	(509)	548
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(1.116)	413	(2.756)	2.997	(8)	(7)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	28.530	27.574	33.815	31.204	27.489	21.164
Variación de Ventas (%)		(18,5)	8,4	13,5	29,9	
EBIT Operativo	2.079	2.213	1.782	1.250	1.310	23
Intereses Financieros Brutos	394	488	695	501	479	348
Resultado Neto	1.338	1.689	712	848	753	(96)

Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas; disponible en www.fitchratings.com
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.

Anexo III. Características del instrumento

Obligaciones Negociables no convertibles en acciones 2da Serie

Monto de la emisión: Hasta US\$ 4 millones

Plazo: 6 años

Amortización: cinco cuotas anuales, la primera con vencimiento a los 24 meses de la fecha de emisión por un 10% del capital, la segunda por un 15% del capital, y a partir de la tercera hasta la quinta cuota por un 25% del capital cada una.

Intereses: se prevé una tasa fija a determinar según condiciones de mercado, con pagos trimestrales.

Rescate anticipado: El emisor podrá rescatar la totalidad de las Obligaciones en cada oportunidad de pago de intereses.

Garantía: Se constituye un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago que se integrará con los créditos que tenga o que pueda tener el emisor contra dos clientes específicos (Kraft Foods Uruguay y Roemmers) a efectos de garantizar y pagar, en su oportunidad y según corresponda, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables. Este Fideicomiso opera de la siguiente forma: los deudores cedidos abonan sus créditos al fideicomitente (Aluminios del Uruguay), salvo que 30 días previos a la fecha de pago de la ON el fideicomitente no deposite los fondos para afrontar el servicio. En este caso el fiduciario (EA Servicios Financieros SRL) notificará a los deudores cedidos para que depositen directamente en la cuenta del fideicomiso en garantía, y si los fondos no fueran suficientes para cumplir con los pagos estipulados, será obligación del fideicomitente aportar los fondos faltantes.

Fiduciante: Aluminios del Uruguay S.A.

Fiduciario: EA Servicios Fiduciarios S.R.L.

Asesor de la emisión: Jorge Caumont & Asociados.

Agentes de distribución: Jorge Caumont Corredor de Bolsa, Rospide Sociedad de Bolsa S.A.

Cotización, Agentes de Pago, Agente Fiduciario y Entidad Registrante: Bolsa de Valores de Montevideo.

Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay

Objeto de la emisión: El destino de los fondos de la emisión será la incorporación de activos fijos complementarios y ampliatorios de la capacidad instalada de producción; la incorporación de tecnologías que mejoran la eficiencia total de factores productivos y la adecuación de la estructura de capital de la empresa para hacerla consistente con su ciclo productivo y con los resultados económicos que provocarán las inversiones que se realizan.

Tanto la emisión de Obligaciones Negociables por parte de Aluminios del Uruguay S.A. por un valor de hasta US\$ 4 millones, como la firma del Contrato de Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago (Ley 17.703), fueron autorizados por la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 14 de mayo de 2010 y de la respectiva resolución de Directorio de la misma fecha.

Anexo IV. Dictamen de calificación.

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 30 de septiembre de 2010 asignó Categoría **BBB+(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 4 millones a emitir por **Aluminios del Uruguay S.A.** La Perspectiva es Estable.

CATEGORÍA BBB(uy): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no es Categoría E.

Fuentes

- Balances generales auditados anuales hasta el 31/12/2009. Balances semestrales al 30/06/2010.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto preliminar de las Obligaciones Negociables.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](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 PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS 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 © 2010 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. 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 Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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. Todos los informes de Fitch son de autoría 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 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.