

Análisis
Abril, 2008

Contactos

Teléfono

Buenos Aires

Verónica Amendola

(5411) 4816-2332

CITRÍCOLA SALTEÑA S. A.

Fundamentos de la calificación

El 28 de Abril de 2008 *Moody's Latin America* afirmó su calificación en escala global de B3 y su calificación en escala nacional de BBB(-).uy de las Obligaciones Negociables emitidas por CITRÍCOLA SALTEÑA S. A., Series "A" y "B" por un saldo vigente total de U\$S 434.3 miles. La perspectiva de la calificación es estable.

La calificación se fundamenta en las mejoras registradas en los resultados de la sociedad durante el ejercicio fiscal 2007, originadas principalmente en un contexto de mejores precios en los mercados internacionales de sus productos. Particularmente, Citrícola ha logrado generar flujos de caja positivos durante el último ejercicio, dando muestras de una mejora en su capacidad de pago.

Las calificaciones asignadas a Citrícola continúan estando influenciadas por diversos factores, entre los que se pueden mencionar la escala reducida de sus operaciones, el limitado potencial de crecimiento de sus actividades dada la naturaleza del producto ofrecido y la volatilidad de sus indicadores financieros. Por otro lado, las actividades de Citrícola cuentan con la ventaja de la contra-estacionalidad de las cosechas en el hemisferio sur en relación al hemisferio norte, ventaja que ha sido aprovechada por la Dirección de la compañía para posicionarse en un interesante nicho de mercado, proveyendo regularmente a una diversidad de clientes en Europa.

La cosecha 2007 fue buena en términos de volúmenes para ciertas variedades tardías, y resultó en mayores volúmenes exportables. Adicionalmente, los mayores precios registrados en los mercados internacionales, contribuyeron a una mejora en los márgenes de rentabilidad en relación al año 2006, a la vez que la generación de caja –luego de inversiones y de las variaciones de capital de trabajo- resultó levemente negativa. Esta mejora en los indicadores financieros y el efecto de mejores precios en el mercado internacional se vieron parcialmente erosionadas por la continuidad en la presión alcista de los costos internos y la revaluación del peso en relación al dólar. Para el año 2007, se han observado buenos precios internacionales y buenos volúmenes.

La perspectiva estable refleja la expectativa de *Moody's* sobre la capacidad de Citrícola para mantener sus volúmenes de operaciones y exportaciones, aún reconociendo que la reciente mejora en los indicadores financieros podrían no ser sostenidos dada la baja escala de operaciones de la compañía en el contexto de alta volatilidad en sus precios y volúmenes de exportación.

Una mejora en las calificaciones requeriría que los indicadores de generación de caja se estabilizaran durante el ejercicio fiscal corriente, una sustancial generación de caja –luego de inversiones, pagos de dividendos y variaciones de capital de trabajo- en relación a la deuda y una demostrada capacidad para sostener los volúmenes de producción y exportaciones. En particular, la generación libre de caja en relación a la deuda debería ser mayor al 5% y la relación deuda –ajustada-/ EBITDA ser igual o menor a 3.5 veces.

Por el contrario, si los volúmenes de las exportaciones no se mantuvieran o cayeran, si los costos de producción continuaran incrementándose generando márgenes de rentabilidad más débiles que los históricos o la generación libre de caja fuera negativa, podría ocurrir una baja en las calificaciones. Un incremento en los niveles de endeudamiento por encima de 5.0 veces también podría generar una baja en la calificación asignada.



Moody's Latin America

28 de Abril de 2008

Sector económico del Emisor

El riesgo promedio del sector se considera alto.

El sector en el que opera el Emisor, por su relación con la producción de *commodities* agropecuarios, se considera de alto riesgo, dada la volatilidad intrínseca en la que operan los mercados internacionales (precios, volúmenes de producción, oferta y demanda mundial, factores climáticos). La producción de cítricos no es ajena a las mencionadas características, determinando una alta volatilidad en los flujos de fondos de las empresas que operan en el sector.

Demanda

El consumo total de cítricos en los países productores se estima en 62 millones de toneladas y las exportaciones mundiales absorben los 8 millones remanentes. España es el principal exportador con el 36% del mercado mundial, seguido por EEUU con el 12%. La Unión Europea continúa siendo el principal mercado importador de cítricos frescos, donde se consumen unos 25 kgs/año. Latinoamérica consume alrededor de 24 kgs/año, EEUU y Canadá 12; África 8 y Asia 7 kgs/año.

Producción local

Uruguay ha tenido picos importantes de producción en las distintas variedades de cítricos, como también bruscos cambios. En los últimos años se venían observando comportamientos más estables, con excepción del 2005 donde se registró una cosecha por encima del promedio.

Especie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL	216.846	342.594	235.531	248.690	242.177	326.040	277.533	320.062
Naranja	109.156	189.007	115.769	131.578	124.091	176.501	138.279	162.279
Mandarina	65.185	97.000	74.503	74.711	77.303	94.423	88.246	108.000
Limón	35.496	46.447	38.519	36.701	33.470	46.009	42.864	42.200
Pomelo	6.999	10.063	6.725	5.700	7.313	9.107	8.144	7.850
Otros	10	77	15	0	0	0	0	0

Fuente: MGAP-Com. Hon. del Plan Citrícola (2000-2004); MGAP-DIEA, Encuesta Citrícola (2005-2007).

Las estrategias observadas en el sector cítrico local no difieren de la tendencia a nivel mundial, donde el mantenimiento de grandes plantaciones, su cuidado fitosanitario y la necesidad de operar con escalas competitivas, originan un intensivo uso de capital fijo y poca flexibilidad de la estructura de costos. Esto hace que la evolución de las empresas sea muy dependiente de las oscilaciones de los precios del mercado internacional.

Se ha determinado una gran competencia en la industria, la cual paulatinamente va dejando en el camino a pequeños productores que no han podido soportar las variaciones cíclicas del mercado en los últimos años.

Los flujos de fondos de las empresas que operan en el sector se tornan altamente sensibles a variaciones del entorno: precios internacionales, producción y demanda mundial, tasas de interés domésticas, condiciones climáticas, condiciones fitosanitarias, son las principales variables que pueden afectar la generación de fondos de la empresa. *CITRÍCOLA* es una empresa pequeña, con volúmenes de producción reducidos y concentrados geográficamente. Asimismo, sus ventas externas están concentradas en países de la Comunidad Europea, Europa del Este y Rusia. La evolución de los factores mencionados - tal como ha ocurrido en el presente ejercicio - no puede ser controlada por la compañía quedando, por lo tanto, expuesta a las variaciones que exógenamente se producen.

Proyecciones de crecimiento del sector

Las perspectivas para los próximos años determinan que la oferta y demanda mundial de cítricos no experimentará variaciones significativas, estimándose bajas tasas de crecimiento en la demanda mundial.

Posición competitiva del Emisor dentro de su sector

Escala y Diversificación

CITRÍCOLA SALTEÑA S.A. es la empresa líder del sector cítrico uruguayo. Con más de 50 años en la actividad cítrica, cuenta con cerca de 5000 hectáreas propias de plantaciones en producción, ubicadas mayoritariamente en el norte del país, Departamento de Salto. Sus exportaciones representan entre el 40 y el 50% de las exportaciones de cítricos del Uruguay. Se estima que continuará manteniendo su participación dominante en las exportaciones del sector. Sin embargo, su tamaño y escala de producción son muy reducidos al considerarla en comparación con otros productores mundiales. Uruguay como un todo es un productor marginal, con niveles de producción mucho más reducidos que los que se pueden encontrar en por ejemplo Brasil, México o Sudáfrica.

Los ingresos anuales de Citrícola rondan los U\$S 32-34 millones, cifra relativamente reducida. Su producción está concentrada en Uruguay, con cierta dispersión en diferentes plantaciones, siempre dentro del país y en un único segmento, la producción de frutas frescas (cítricos). Un factor relevante que contrarresta su escala reducida y concentración geográfica es la diversificación de sus ventas, con una participación significativa de ventas a países desarrollados de la Comunidad Europea. Los esfuerzos comerciales de la Dirección de la sociedad están ampliando aún más los destinos de las exportaciones a países como Rusia y otros países de Europa Oriental.

Potencialidad de los Productos y de Crecimiento

Estrechamente relacionado con la escala y diversificación, la potencialidad de crecimiento de las operaciones de Citrícola es limitada. Su tamaño reducido determina una participación en el mercado mundial poco significativa y un crecimiento orgánico limitado. La diferenciación de sus productos es baja, al tratarse de un commodity poco diferenciado, aunque Citrícola ha logrado un buen posicionamiento de sus productos en diferentes cadenas de supermercados en Europa.

Ventas	Ejercicio	Ejercicio	Ejercicio	Ejercicio	Ejercicio	Ejercicio	Ejercicio
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Exportación -en toneladas	45.480	40.347	52.055	55.921	61.277	55.650	72.310
Exportaciones - en millones de U\$S	20,9	16.1	23.4	27.4	29.3	31.1	43.4
Precios por tonelada							
Naranja	379	298	348	403	346	462	530
Mandarina	577	532	591	617	595	670	669
Limón	365	333	329	313	413	368	511

Eficiencia en los costos operativos

Eficiencia	2004	2005	2006	2007
Margen EBITA	22,0%	8,66%	12,19%	10,1%
ROA	11,6%	1,25%	3,66%	8,2%

Los indicadores de eficiencia promedio de Citrícola muestran valores adecuados, que la posicionan por encima de otras empresas en la industria a nivel global, en especial en relación a los márgenes de EBITA.

Los magros resultados de los últimos 2 años muestran un retorno sobre activos bajo, que mejora con los datos a Diciembre de 2007.

Los valores elevados que muestran los indicadores de eficiencia serían indicativos de las ventajas competitivas que ofrece ser un productor de cítricos localizado en Uruguay, con costos operativos competitivos en relación a otros países desarrollados. Sin embargo, algunas de estas ventajas estarían siendo compensadas por los mayores costos de transporte, combustibles y salarios locales, que se han incrementado durante los últimos años. Dichos incrementos en los costos no han podido ser trasladados a los precios de venta que además, bajo condiciones normales de mercado y climáticas, no se espera que cambien sustancialmente en el futuro.

Estructura financiera del Emisor

Se exponen a continuación los principales indicadores financieros y aspectos cuantitativos que han sido considerados a los efectos de analizar la estructura financiera del emisor, que juntamente con los factores cualitativos analizados determinan la calificación de la compañía.

Indicadores Financieros	2003	2004	2005	2006	2007
EBIT / Intereses	2,9x	3,8x	1,8x	2,4x	2,6x
Deuda Ajustada / EBITDA	2,5x	1,8x	4,5x	3,3x	3,5x
Fondos Operaciones / Deuda Neta	22.1%	45.6%	4.0%	6.6%	22.9%
Fondos Retenidos / Deuda Neta	22.1%	45.6%	2.7%	6.6%	22.9%
Flujo Libre de Caja / Deuda	16.6%	31.5%	-11.0%	2.6%	-1.3%

Los indicadores financieros de Citrícola son consistentes con la calificación asignada. Individualmente considerados, los indicadores para 2005 resultan los más débiles de la serie. La cobertura de intereses es adecuada. Los indicadores para 2007 muestran mejoras en todas las líneas respecto a 2006, con excepción del flujo libre de caja sobre los niveles de deuda, debido al incremento en el capital de trabajo de la compañía.

Indicadores de rentabilidad	2003	2004	2005	2006	2007
Margen Brutos %	45.4%	37.9%	25.4%	28.5%	35.3%
Gs. De Adm. Y Com / Ventas %	21.5%	15.7%	21.8%	18.2%	23.8%
Margen Operativo %	22.2%	21.0%	7.2%	11.9%	9.8%
Margen EBIT %	23.1%	21.1%	8.6%	12.1%	10.1%
Margen EBITA %	24.4%	22.1%	8.7%	12.2%	10.1%
Margen EBITDA %	31.6%	27.1%	12.5%	15.7%	12.3%

Los indicadores de rentabilidad históricos reflejan la caída en 2005 y leve recuperación en 2006 y 2007, evidenciando la volatilidad implícita en la industria. Los márgenes promedio resultan adecuados.

Liquidez	2003	2004	2005	2006	2007
Liquidez Corriente	174.4%	118.0%	83.0%	70.4%	75.4%
Liquidez Acida (Caja + C. a Cobrar)/ Pasivo Corriente	48.3%	36.3%	42.4%	29.3%	33.9%

Los indicadores de liquidez son en promedio aceptables. Una característica negativa son los bajos niveles de caja históricos en los balances de la sociedad. En relación a las fuentes de financiamiento, si bien no existen en Uruguay líneas de crédito comprometidas, la compañía muestra amplio acceso a líneas de

crédito bancarias, en particular prefinanciación de exportaciones, línea que resulta adecuada a las necesidades y operaciones de la sociedad.

Indicadores de Endeudamiento	2003	2004	2005	2006	2007
Deuda Neta / Ventas	79.4%	49.4%	56.6%	52.2%	42.8%
Deuda Neta/ EBITDA	2.5x	1.8x	4.5x	3.3x	3.5x
Deuda Neta/ (EBITDA - CAPEX)	2.7x	2.1x	5.7x	4.6x	12.6x
Deuda Neta / Capitalización	49.3%	38.5%	37.0%	34.8%	38.4%

Los indicadores de endeudamiento muestran en términos generales una evolución adecuada, con niveles decrecientes de deuda a capitalización. Se ha considerado la deuda ajustada a diciembre de 2006 y 2007 a los efectos de hacer comparable la serie con períodos anteriores, dados los cambios en las normas contables que han dejado de considerar el monto neto de los depósitos en garantía (líneas de prefinanciación de exportaciones). Los niveles de deuda totales se encuentran sensiblemente más bajos en términos absolutos de los registrados al cierre de 2001, cuando superaban los U\$S 23 millones.

Cobertura de gastos financieros proyectados

Se han evaluado las proyecciones financieras elaboradas por el Emisor, de las cuales surge una prudente evolución de las ventas proyectadas, como así también leves mejoras en los niveles de rentabilidad. De dichas proyecciones surge una adecuada capacidad de repago de sus deudas financieras y una adecuada cobertura de los gastos financieros y cobertura de la deuda proyectada.

La distribución de dividendos en efectivo en el futuro dependerá del cumplimiento de las restricciones en cuanto a cobertura de servicios de la deuda futuros, con lo cual se considera que, de ser distribuidos, no afectarían las estimaciones de cobertura proyectadas.

En nuestra opinión, dichas proyecciones mostrarían cierta estabilidad en los flujos de fondos que no se ha verificado en los datos históricos y una mayor variabilidad que la proyectada por la compañía podría generarse en el futuro, dadas las condiciones cíclicas en las que opera la industria.

No obstante, la capacidad de afrontar sus compromisos financieros se mantendría en un escenario razonablemente más variable y la cobertura de intereses y servicios de la deuda se mantendría en niveles adecuados.

Calce de monedas

Las operaciones de Citrícola tienen un calce natural de monedas, ya que si bien la casi totalidad de su endeudamiento está contraído en moneda extranjera, una alta proporción de sus ingresos son en moneda extranjera.

Administración y control societario

El Emisor es una empresa familiar de larga trayectoria, reconocida como la principal empresa cítrica uruguaya. Durante el año 1999 CITRÍCOLA vendió un 33% de su paquete accionario a S.A. San Miguel, una empresa argentina líder en la producción y exportación de limón y jugo de limón.

El Directorio está compuesto mayoritariamente por integrantes de la segunda generación de la familia Caputto (4) y en minoría (1) en representación de S.A. San Miguel.

Por lo expuesto, el Directorio no cuenta entre sus integrantes con ningún miembro que revista carácter de Director Independiente. La participación accionaria corresponde en un 67% a la familia Caputto y en un 33% a S.A. San Miguel.

A su vez cuenta con un *management* idóneo, encabezado por integrantes de la tercera generación de la familia Caputto, y por profesionales –no miembros de la familia- que cuentan con amplia experiencia en la industria y/o empresa.

En ese sentido, tampoco existe una real independencia en la toma de decisiones por parte de la gerencia del accionista o grupo accionario mayoritario, ya que miembros de la familia son Directores o miembros del equipo gerencial de la sociedad.

Mitigando la concentración en la propiedad y proceso de toma de decisiones, la compañía cuenta con una sindicatura, ejercida por un profesional independiente de reconocida trayectoria profesional, a la vez que KPMG es el estudio encargado de realizar la Auditoría Externa sobre la información contable de la sociedad.

Asimismo, no se han registrado distribución de dividendos durante el último ejercicio a favor de los accionistas. Los pagos de dividendos se encuentran subordinados a la cobertura de los servicios de la deuda, otorgando cierto nivel de protección a los tenedores de las Obligaciones Negociables.

Características de las Emisiones

Instrumento:	Obligaciones Negociables
Monto Original Serie "A":	U\$S 1.500.000.- (un millón quinientos mil dólares)
Monto Original Serie "B":	U\$S 1.500.000.- (un millón quinientos mil dólares)
Fecha de la Emisión:	25/05/2004
Tasa de Interés:	Libor 180 días + 400 bp, con un mínimo de 8.5% anual, pagos semestrales
Amortizaciones:	Anuales
Vencimiento Final:	27/09/08
Saldo Remanente:	U\$S 434.320 U\$S 210.000 Serie A U\$S 224.320 Serie B
Garantía:	Hipoteca sobre campos de Coraler, por hasta U\$S 1.5 millones más 25% por ilíquidos

Información considerada para la Calificación:

- ✓ EECC anuales consolidados de *CITRÍCOLA SALTEÑA S.A.*, auditados, período 31/12/02 al 31/12/07
- ✓ EECC intermedios de *CITRÍCOLA SALTEÑA S.A.*, auditados.
- ✓ Proyecciones económico/financieras, elaboradas por *CITRÍCOLA*, por el período 2008 / 2009
- ✓ Contactos permanentes con la Gerencia de *CITRÍCOLA*
- ✓ Información sobre pasivos financieros, proporcionado por *CITRÍCOLA*

DICTAMEN

Por todo lo expuesto el Consejo de Calificación de **Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A.**, reunido el día 28 de Abril de 2008 ha dictaminado calificar a los saldos vigentes de las Series "A" y "B" de Obligaciones Negociables de Citrícola Salteña S.A., emitidas por un monto original de U\$S 1.500.000.- cada una en Categoría:

Escala Global: B3

Escala Nacional: BBB (-).uy


Perspectiva: Estable

CATEGORIA BBB: Corresponde a aquellos instrumentos con una capacidad de pago de capital e intereses que cumple con los requerimientos de una inversión adecuada, aunque existe considerable variabilidad en el riesgo frente a escenarios más adversos.

Las calificaciones de riesgo efectuadas por Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A. ("Moody's Latin America") son Calificaciones a Escala Nacional. Este tipo de calificaciones son diferentes y por lo tanto deben distinguirse de las calificaciones internacionales de crédito publicadas por Moody's Investors Service, Inc., que si bien es su accionista controlante, es una sociedad diferente constituida en los Estados Unidos de América y con sede social en dicho país. Tal como se encuentra detalladamente explicado en el sitio de internet de Moody's Latin America (<http://www.moody.com.ar/novedades.htm>) y en el sitio de internet de Moody's Investors Service, Inc. (<http://www.moody.com/moodys/cust/staticcontent/2000200000265731.asp?seccion=ref>), a los cuales se remite a los inversores y cuyo contenido se incorpora expresamente al presente, las calificaciones de crédito de Moody's Investors Service, Inc. brindan a los mercados internacionales de capital un marco globalmente consistente para comparar la calidad crediticia de entidades financieras e instrumentos calificados. Dicho sistema de calificación internacional permite la comparación de emisores y obligaciones con independencia de la moneda en que se haya emitido la obligación, el país de origen del emisor o la industria en que se desenvuelva el emisor. Por el contrario, las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America son opiniones relativas a la calidad crediticia de emisores y emisiones dentro de un país en particular. Las Calificaciones a Escala Nacional no incluyen estimación de pérdidas asociadas con eventos sistémicos que pudieran afectar genéricamente a todos los emisores dentro de un país, incluso a aquellos que reciben las calificaciones más altas a escala nacional. Por lo tanto, las Calificaciones a Escala Nacional pueden entenderse como calificaciones relativas de calidad crediticia (incluyendo el apoyo externo relevante) dentro de un país en particular. El uso de las Calificaciones a Escala Nacional por los inversores es apropiado únicamente dentro de la porción de un portafolio que esté expuesta al mercado local de un país determinado, teniendo en cuenta los diversos riesgos que implique la calificación nacional y extranjera otorgada a la moneda de dicho país. En consecuencia, y tal como se explica con mayor detalle en los sitios de internet mencionados precedentemente, el concepto tradicional de "grado de inversión" que se aplica en los mercados internacionales no puede necesariamente aplicarse siquiera a las más altas calificaciones nacionales.) El propósito de las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America es permitir la diferenciación de la calidad crediticia dentro de economías sujetas a índices genéricos de "riesgo país", los cuales (de no estar excluidos por definición) afectarían dicha pretendida diferenciación.


MARÍA VERÓNICA
AMENDOLA


DANIEL CUAN SELEM


SERGIO ALEJANDRO PAVLOV

Copyright 2008 de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A., Gurríto 1186, Piso 11°, Capital Federal (C1010AAX), Buenos Aires - Argentina. Todos los derechos reservados. TODOS LOS DERECHOS EMERGENTES DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE SE ENCUENTRAN RESERVADOS A NOMBRE DE MOODY'S LATIN AMERICA CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (MOODY'S), Y NINGUNA PERSONA PODRÁ, SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S, COPIAR O DE CUALQUIER OTRO MODO REPRODUCIR, REEMPACAR, RETRANSMITIR, TRANSFERIR, DIVULGAR, REDISTRIBUIR O REVENDER DICHA INFORMACIÓN, NI EN TODO NI EN PARTE, DE NINGUNA FORMA O MANERA Y POR NINGUN MEDIO, ASI COMO TAMPOCO PODRÁ ALMACENARLA PARA USO FUTURO CON NINGÚN PROPÓSITO. MOODY'S obtiene toda la información contenida en el presente de fuentes que estima precisas y confiables. Sin embargo, a raíz de la posibilidad de que se cometa un error humano o mecánico, así como de otros factores, dicha información se brinda "como se recibe" sin garantía de ningún tipo y MOODY'S en particular, no efectúa ninguna declaración ni otorga ninguna garantía, ni expresa ni implícitamente, respecto de la precisión, oportunidad, completitud, comerciabilidad o adecuación a cualquier propósito en particular, de dicha información. En ningún caso MOODY'S será responsable frente a ninguna persona o entidad como consecuencia de (a) pérdidas o daños resultantes, relacionados, o causados, en todo o en parte, por algún error (por negligencia o cualquier otra causa) u otra circunstancia o contingencia dentro o fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados o agentes en conexión con la obtención, recolección, compilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o entrega de cualquier parte de dicha información, o (b) daños directos, indirectos, especiales, o de cualquier otro tipo (incluyendo, a mero título enunciativo, ganancias perdidas), incluso en el caso que MOODY'S fuera advertido por adelantado de la posibilidad de que se produzcan dichos daños, que fueran resultantes del uso o incapacidad de uso de cualquier parte de dicha información. Las calificaciones crediticias que forman parte de la información contenida en el presente, si las hubiere, son, y deben interpretarse únicamente como, declaraciones de opinión y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, vender o ser titular de cualquier título valor. MOODY'S NO OTORGA DE NINGÚN MODO NINGUNA GARANTÍA, NI EXPRESA NI IMPLÍCITAMENTE, RESPECTO DE LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, COMPLETITUD, COMERCIABILIDAD O ADECUACIÓN A CUALQUIER PROPÓSITO EN PARTICULAR, DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN. Cada calificación u otra opinión debe analizarse únicamente como un factor en una decisión de invertir que tome algún usuario de la información contenida en el presente, o que se tome en representación de algún usuario de la información contenida en el presente, y cada uno de dichos usuarios debe en consecuencia realizar su propio estudio y evaluación de cada título valor y de cada emisor y garante de cada título valor así como del proveedor de soporte crediticio de cada título valor, que se esté considerando comprar, vender o ser titular. MOODY'S por el presente comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, debentures, obligaciones negociables y papeles de comercio) y de acciones preferidas calificados por MOODY'S han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, pagar a MOODY'S por los servicios de valuación y calificación que presta MOODY'S honorarios que oscilan entre los U\$S500 y los U\$S6.000 o su equivalente en pesos.