

## Alpina Productos Alimenticios S.A.

## Informe Integral

## Factores relevantes de la calificación

## Calificaciones

## Moneda Extranjera

Largo Plazo IDR	---
Corto Plazo IDR	---
Deuda no Garantizada	---

## Moneda Local

Largo Plazo IDR	---
Corto Plazo IDR	---
Deuda no Garantizada	---

## Nacional

Calificación Largo Plazo	---
Emisión de Bonos Ordinarios	AA(col)

## Perspectiva

Largo Plazo Moneda Extranjera IDR	---
Largo Plazo Moneda Local IDR	---
Calificación Nacional de Largo Plazo	Estable

## Resumen Financiero

	30/06/11	31/12/10
Total Activos (\$ millones)	1.022.833	1.053.934
Total Deuda Financiera (\$ mill)	375.942	393.590
Ingresos (\$ millones)	1.191.429	1.142.356
EBITDA (\$ mill) (*)	132.215	118.822
EBITDA (%)	11,1	10,4
Deuda/ EBITDA	2,8	3,3
EBITDA/ intereses	3,6	3,1

(\*) EBITDA ajustado por descuentos de pronto pago

## Informes relacionados

'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras'. Agosto 13, 2010.

## Analistas

Jorge Yanes  
(057) 326-9999 ext 1170  
Jorge.yanes@fitchratings.com

José Luis Rivas  
(58-212) 286-3232 ext 109  
JoseLuis.rivas@fitchratings.com

**Sólida Posición Competitiva:** A lo largo de los años, ALPINA se ha consolidado como uno de los principales participantes en el mercado de derivados lácteos y quesos en Colombia. La empresa mantiene un amplio portafolio de productos posicionados mediante una estrategia de alto valor percibido, además de contar con una extensa red de distribución. La diversificación de productos y el posicionamiento de sus marcas le han permitido compensar la presión en los volúmenes de venta registrada en la industria durante los últimos dos años.

**Evolución Favorable de las Métricas Crediticias:** El incremento de los volúmenes de venta y las mejoras obtenidas en la gestión del capital del trabajo han beneficiado la generación de flujo de caja operativo. En el mediano plazo, el mantenimiento esta tendencia, aunado a la reducción esperada en las inversiones de capital, permitiría registrar valores positivos de flujo de caja libre que contribuirían a la reducción de los actuales niveles de apalancamiento.

**Adecuado Perfil de Vencimiento de la Deuda Financiera:** Al cierre de junio del año 2011, el 85% de la deuda financiera de ALPINA se encontraba distribuida en el largo plazo, compuesta principalmente por la emisión de bonos ordinarios por \$260.000 millones con amortizaciones a partir del año 2019. Si bien los vencimientos de deuda a corto plazo son superiores a los niveles de efectivo registrados al cierre del primer semestre del año 2011, la generación de flujo de operaciones es suficiente para satisfacer estos compromisos financieros.

**Niveles de Apalancamiento Relativamente Altos:** Las inversiones de capital ejecutadas durante los últimos años tendientes a incrementar la capacidad instalada de la empresa han derivado en niveles de apalancamiento relativamente altos. A mediano plazo, se espera que los indicadores de apalancamiento mejoren gradualmente en la medida que la empresa mantenga un programa conservador de inversiones de capital, aunado a mejoras implementadas en la gestión de las operaciones.

**Límites en los Márgenes de Operación:** El incremento más que proporcional de los volúmenes comercializados de las categorías de leches, con respecto a productos de valor agregado, aunado al incremento de la capacidad no utilizada producto del programa de inversiones de capital han limitado la capacidad de generar mayores márgenes de comercialización. Sin embargo, esta presión en los márgenes ha sido compensada en parte por las iniciativas implementadas recientemente para generar mayor eficiencia productiva.

## Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

**Perspectiva Estable:** Las calificaciones serían mejoradas ante la consolidación de las mejoras en los indicadores de protección crediticia, caracterizado por una nueva reducción en los niveles de apalancamiento y un incremento en los márgenes de operación. Por su parte, Las calificaciones serían reducidas si se registra mayores presiones en sus márgenes o si se ejecuta un nivel de inversiones de capital significativamente más ambicioso del anticipado.

## Liquidez y Estructura de deuda

**Liquidez es Adecuada:** Los indicadores de liquidez de ALPINA han mejorado de manera importante desde el año 2009, producto de la estrategia seguida de extender el plazo de financiamiento de la deuda a través de la sustitución de 260.000 millones en créditos bancarios por una emisión de bonos con vencimiento entre 10 años y 15 años.

Durante los últimos 3 años, ALPINA ha distribuido un promedio de 25.000 millones de pesos anuales a sus accionistas. La empresa anticipa que se mantendrán desembolsos similares en el mediano plazo. Dada la reducción esperada de las inversiones de capital, el flujo de caja libre sería suficiente para satisfacer dichos pagos sin incrementar el apalancamiento de la empresa.

## Eventos Recientes

Durante el año 2010, entró en operación una nueva planta de producción en Colombia, localizada en el Municipio Entrerriós, en la que la empresa invirtió aproximadamente 50 millones de dólares. Dicha planta permite una mayor descentralización de las facilidades de producción, al tener un acceso más eficiente a una de las cuencas lecheras de mayor importancia del país, a la vez que contribuye a soportar el crecimiento de las operaciones a mediano plazo. Sin embargo, mientras ALPINA no logre un volumen de producción tal que concentre una mayor proporción de la capacidad instalada, los márgenes podrían registrar cierta presión por la menor absorción de los costos fijos.

Los accionistas de ALPINA constituyeron a la empresa Alpina Foods, con la intención de penetrar en el mercado norteamericano. Durante el año 2010, las operaciones de esta empresa estuvieron enfocadas a la comercialización de ciertos productos maquilados en plantas en Estados Unidos. Durante el año 2011, Alpina Foods planea iniciar la construcción de una planta de producción de fermentados en el estado de Nueva York, la cual esperan que comience a operar en el año 2012. Es importante destacar que la inversión de capital proyectada para el inicio de las operaciones de esta planta es de 14 millones de dólares, la cual será financiada en su totalidad por ALPINA. Al cierre de junio del año 2011, ALPINA había registrado 1 millón de dólares en cuentas por cobrar a relacionadas por este concepto.

## Perfil Financiero

ALPINA cuenta con un portafolio diversificado de productos dentro del segmento de lácteos. Históricamente la empresa ha realizado esfuerzos en promover la venta de sus productos de valor agregado, específicamente bebidas lácteas, consistente con la estrategia de consolidar su posicionamiento como alto valor percibido. Sin embargo, durante los últimos años se ha registrado un cambio en la mezcla de ventas hacia una mayor concentración en los volúmenes comercializados en el segmento de leches, tendencia que fue incrementada durante el año 2009 por el menor crecimiento de la actividad económica durante ese año.

Los resultados financieros de ALPINA se han beneficiado durante el año 2011 por el incremento en el volumen de operaciones, producto de la mejora en los niveles de ingreso real de la población, así como también por el efecto de ciertas iniciativas implementadas por la empresa para hacer más eficiente las labores de distribución, además de un mayor control de los costos operativos. Al cierre de los 12 meses culminados en junio 2011, la empresa registró un EBITDA ajustado de 132.215 millones de pesos, representando un 11,1% de las ventas (Diciembre 2010: Margen EBITDA de 10,4%). Sin embargo, el cambio de los volúmenes de venta hacia segmentos con menores márgenes, así como también los niveles de utilización de la capacidad instalada podrían limitar mayores avances en estos indicadores.

Durante el año 2011, la generación de caja operativa de la empresa se ha beneficiado de la mayor rotación de inventarios, producto del incremento en los volúmenes comercializados. Durante los últimos 12 meses finalizados en junio el año 2011, ALPINA registró un flujo generado por operaciones (FGO) de 67.238 millones de pesos, mientras que al incluir la inversión en capital de trabajo, el flujo de caja operativo se ubicó en 65.211 millones de pesos. Adicionalmente, la culminación de las inversiones de capital en la ampliación de la capacidad instalada mejoró la generación de flujo de caja libre, el cual registró 9.237 millones de pesos durante los últimos 12 meses culminados en junio del año 2011, su mayor nivel desde hace al menos cuatro años. En el mediano plazo ALPINA no contempla realizar inversiones de gran cuantía en su operación en Colombia; sin embargo, las inversiones de capital requeridas por Alpina Foods, que serán financiadas mediante un crédito a relacionada de ALPINA podría generar cierta presión al flujo de caja operativo de la empresa.

La mayor generación de flujo de caja y las menores inversiones de capital han beneficiado los indicadores de apalancamiento. Al cierre de junio de 2011, la relación de deuda financiera a EBITDA LTM se ubicó en 2,8 veces, mientras que al deducir las posiciones de efectivo, la relación de deuda neta a EBITDA LTM cerró en 2,6 veces. Sin embargo, dichos indicadores aún se encuentran por encima de otros emisores en la industria con calificaciones más altas. En el mediano plazo, las relaciones de apalancamiento seguirían mejorando gradualmente en la medida que la empresa continúe con una estrategia conservadora de inversiones de capital y consiga mayores eficiencias en sus procesos de producción.

El perfil de vencimiento de deuda financiera es adecuado. Al cierre de junio del año 2011, la deuda de corto plazo representa el 15% de la deuda total de la empresa y está cubierta en 1,81 veces por los niveles de efectivo y el flujo de operaciones acumulado durante los últimos 12 meses. Por su parte, la mayor proporción de la deuda financiera está representada por una emisión de bonos por 260.000 millones de pesos (de un programa autorizado por \$360.000 millones), el cual inicia amortizaciones a partir del año 2019.

Luego del amplio programa de inversiones de capitales realizadas para aumentar la capacidad instalada, ALPINA busca reducir sus niveles de apalancamiento a través de la mayor generación de flujo de caja operativo. Adicionalmente, la empresa cuenta con líneas de crédito no comprometidas por 600.000 millones de pesos, fortaleciendo su acceso a liquidez externa.

Dentro de la estrategia financiera de la empresa destaca la preferencia de satisfacer sus necesidades de financiamiento con instrumentos denominados en moneda local. Al cierre de junio del año 2011, solo el 11% de la deuda financiera estaba denominada en dólares, la cual estaba compensada con inversiones líquidas en la misma moneda.

Adicionalmente, ALPINA mantiene un presupuesto plurianual de inversiones de capital en el que se fijan los topes máximos de inversiones para todos los años, dependiendo del flujo de caja proyectado, para luego distribuir los recursos entre las necesidades existentes. En este sentido, la empresa proyecta un monto total de inversiones de \$65.500 millones para el año 2012, de los cuales, el 46% está comprometido en las inversiones estimadas en Estados Unidos y tecnología local. La empresa considera que las inversiones mínimas de mantenimiento no exceden los 3 millones de dólares anuales.

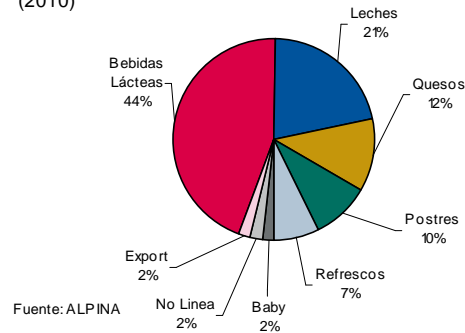
## Perfil

ALPINA, inició actividades en Colombia en 1945 en el municipio de Sopó, con la producción de diferentes variedades de quesos. Durante los siguientes treinta años, a partir de la construcción de la primera planta y la ampliación de su portafolio de productos, logró posicionarse en el mercado bogotano.

A partir de 1975, ALPINA inicia un proceso de profesionalización de la administración. Los accionistas toman la decisión de migrar de una empresa familiar a una compañía administrada profesionalmente sin la participación directa de los miembros de la familia en la operación o administración. Con este cambio se inicia una etapa importante de crecimiento y ampliación del portafolio de productos. En la década de los ochenta, la compañía incorpora productos como Arequipe y Gelatina Boggy y líneas de producto como Finesse, adicionalmente amplía la cobertura de distribución a otras regiones del país.

Durante los últimos años, la empresa se ha esforzado en lograr una mayor diversificación geográfica y de productos. En la actualidad ALPINA comercializa productos en cinco categorías: 1. Masivos: Compuesto por leche líquida en diversas presentaciones y refrescos con sabor a frutas. 2. Funcionales: bebidas lácteas con cereales. 3. Quesos y grasas: Compuesto por quesos maduros, crema de leche y mantequilla. 4. Infantil: Gelatina, compotas, arequipe y bebidas lácteas y 5. Nutritivos: Diversas presentaciones de yogurt y néctar de frutas. En términos geográficos, ALPINA opera en Colombia con 6 plantas de producción, además poseen facilidades en Venezuela y Ecuador, mientras que los accionistas constituyeron Alpina Foods como empresa hermana, para penetrar en Estados Unidos.

**Distribución de los Ingresos por Venta (2010)**



## Estrategia

La estrategia de la empresa se ha enfocado en consolidar la posición de liderazgo de sus marcas a través de la innovación constante, lo que se ha traducido en el lanzamiento de cientos de productos durante los últimos años, que mantienen atributos acordes con las preferencias que han identificado en cada uno de los segmentos de consumidores. Los gastos en investigación y desarrollo han mantenido un promedio de 1,4% de las ventas durante los últimos 4 años. En este sentido, ALPINA busca consolidar su posicionamiento a través de una estrategia de alto valor percibido que le permita fortalecer los márgenes de comercialización en las diferentes categorías de productos.

Durante el año 2010, ALPINA cambió su estructura organizacional desde un esquema funcional hasta uno por unidades de negocio de Colombia, Ecuador y Venezuela. La empresa espera que este nuevo esquema le permita una mayor agilidad en la toma de decisiones. Sin embargo, los resultados de las dos últimas unidades son incluidas en los estados financieros de ALPINA bajo el método de participación patrimonial. Adicionalmente, la empresa no proyecta recibir dividendos por sus operaciones en estos países en el mediano plazo.

## Posición Competitiva

La estrategia de posicionamiento de la empresa la ha consolidado como líder en la comercialización de productos lácteos. Según información provista por ALPINA, las marcas pertenecientes a esta categoría mantienen una participación cercana al 70% en el mercado colombiano. Como se muestra en el gráfico anterior, este segmento concentró un 44% de los ingresos de la empresa,

Históricamente, el segmento de leches ha presentado férreas presiones competitivas, determinadas por un mercado relativamente atomizado en el cual no hay grandes oportunidades para diferenciación de producto. La participación de ALPINA se ha beneficiado durante el último año por la migración de ventas desde la categoría de bebidas lácteas. La empresa ha promovido las ventas de productos de valor agregado dentro de esta categoría (leche deslactosada, semi-descremada, con fibra, entre otras) acorde con su estrategia de posicionamiento.

En el segmento de quesos, ALPINA se ha enfocado en la comercialización de quesos maduros, así como también productos diversos como mantequilla esparcible y mezcla de quesos rallados. En este segmento han sido particularmente importantes las labores de investigación y desarrollo en aras de promover el lanzamiento de productos acordes con el segmento de mercado objetivo.

EL segmento de postres, el cual concentró el 10% de las ventas de ALPINA durante el año 2010 se ha beneficiado del fuerte posicionamiento de las marcas comercializadas por la empresa, lo que le ha permitido registrar amplios márgenes operativos. Sin embargo, durante el año 2010, ALPINA redujo los precios en alguna de sus marcas, con el objeto enfrentar el incremento de la competencia, así como también para penetrar en otros segmentos de la población.

## Regulación

La industria láctea se caracteriza por ser madura, con márgenes relativamente bajos y expuesta a riesgos por cambios climáticos y de políticas públicas destinadas al sector agropecuario. El consumo de leche per cápita en Colombia se encuentra en las posiciones de liderazgo en Latinoamérica y se había venido incrementando hasta el año 2008; sin embargo, durante el año 2009 y 2010 el consumo se vio afectado tanto por el menor dinamismo de la actividad económica como por la caída en la producción, arrastrada por el efecto de las condiciones climáticas poco favorables.

El mercado de comercialización de leche líquida mantiene una regulación de precios desde el año 2007 de acuerdo a la resolución número 12 expedida ese año. Mediante este mecanismo, el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (MADR) fija semestralmente un precio competitivo al productor, basado en variables del mercado interno e internacional. Dicho precio es modificado por bonificaciones y/o castigos obligatorios de acuerdo a determinados estándares de calidad higiénica y de composición establecidos para cada uno de las regiones productoras de leche en el país. Adicionalmente, el comprador de leche cruda puede cancelar bonificaciones voluntarias de acuerdo con sus necesidades. El mantenimiento de estos controles ha contribuido a que el precio pagado por la leche cruda en Colombia se mantenga por encima al de otros países en la región.

El sector lácteo en Colombia se encuentra protegido por barreras arancelarias que limitan el comercio internacional. El reciente tratado de libre comercio firmado con la Unión Europea incluye el desmontaje de gravámenes con un horizonte de 15 años y tomando un arancel de referencia de 94%, por lo cual no se anticipan amenazas competitivas en este mercado en el mediano plazo por los diversos procesos que adelanta el Gobierno Colombiano para facilitar el comercio internacional.

## Resumen Financiero - ALPINA PRODUCTOS ALIMENTICIOS S.A.

Cifras en Millones de Pesos Corrientes

	Jun-11	2010	2009	2008	2007
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo LTM (*)	132.215	118.822	129.619	118.149	106.641
EBITDAR Operativo LTM	132.215	118.822	129.619	118.149	106.641
Margen de EBITDA (%) LTM	11,1	10,4	11,6	10,9	11,2
Margen de EBITDAR (%) LTM	11,1	10,4	11,6	10,9	11,2
Retorno del FGO (Anualizado) / Capitalización Ajustada (%)	12,3	9,0	12,0	13,5	10,7
Margen del Flujo de Caja Libre (%)	0,8	(3,9)	(0,4)	(11,6)	(9,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	9,8	4,4	3,8	8,1	23,9
<b>Coberturas</b>					
FGO (Anualizado) / Intereses Financieros Brutos	2,8	2,1	2,1	2,4	3,1
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	3,6	3,1	2,9	2,9	5,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,6	3,1	2,9	2,9	5,0
EBITDA Operativo (Anualizado) / Servicio de Deuda	1,4	1,8	1,2	0,6	0,7
EBITDAR Operativo (Anualizado) / Servicio de Deuda	1,4	1,8	1,2	0,6	0,7
FGO / Cargos Fijos	2,8	2,1	2,1	2,4	3,1
FCL / Servicio de Deuda	0,5	(0,1)	0,4	(0,4)	(0,5)
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	0,3	0,9	(0,3)	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	2,2	0,6	1,4	0	0,3
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO (Anualizado)	3,6	5,0	4,5	3,8	4,6
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo (Anualizado)	2,8	3,3	3,2	3,1	2,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo (Anualizado)	2,6	3,1	2,8	2,9	2,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo (Anualizado)	2,8	3,3	3,3	3,2	2,8
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo (Anualizado)	2,6	3,1	2,9	3,0	2,4
Costo de Financiamiento Estimado (%) (Anualizado)	9,0	9,5	11,5	12,7	15,0
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,1	0,1	0,4	0,5
<b>Balance</b>					
Total Activos	1.022.833	1.053.934	955.301	906.545	762.401
Caja e Inversiones Corrientes	33.457	23.337	55.284	25.408	51.565
Deuda Corto Plazo	55.478	26.993	61.827	151.056	129.358
Deuda Largo Plazo	320.464	366.597	350.924	219.489	152.346
Deuda Total	375.942	393.590	412.751	370.545	281.704
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	375.942	393.590	412.751	370.545	281.704
Deuda Fuera de Balance	0	0	17.130	13.255	21.208
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	375.942	393.590	429.881	383.800	302.912
Total Patrimonio	467.096	481.072	374.348	366.110	319.584
Total Capital Ajustado	843.038	874.662	804.229	749.910	622.496
<b>Flujo de Caja LTM</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	67.238	40.409	51.285	59.622	45.324
Variación del Capital de Trabajo	(2.027)	(15.106)	26.954	(54.691)	(22.942)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	65.211	25.303	78.239	4.931	22.382
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(30.172)	(43.843)	(57.404)	(106.692)	(75.825)
Dividendos	(25.802)	(25.802)	(25.351)	(23.503)	(40.474)
Flujo de Caja Libre (FCL)	9.237	(44.342)	(4.516)	(125.264)	(93.917)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	36.833	31.556	0	4.794	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	(7.815)	(18.075)	16.400
Variación Neta de Deuda	(61.200)	(19.161)	42.207	88.841	111.938
Variación Neta del Capital	0	0	0	23.546	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(15.130)	(31.947)	29.876	(26.158)	34.421
<b>Estado de Resultados Anualizado</b>					
Ventas Netas	1.191.429	1.142.356	1.121.697	1.083.061	949.001
Variación de Ventas (%)		1,8	3,6	14,1	
EBIT Operativo	74.296	60.951	71.920	66.825	74.970
Intereses Financieros Brutos	36.721	38.209	45.071	41.379	21.164
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	39.619	18.619	14.007	27.755	38.175

(\*) EBITDA ajustados por descuentos por pronto pago

Relación con los medios: María Alejandra Ortiz, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1310, Email: maria.ortiz@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 31 de Agosto de 2011

Acta Número: 2284

Objeto del Comité: Revisión Periódica.

**Definición de la Calificación:** La calificación 'AA(col)' implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

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](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 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 © 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 que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información 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 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 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 por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, 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 sólo 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, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. 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 USD 1.000 a USD 750.000 (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 USD 10.000 y USD 1.500.000 (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 del 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.