

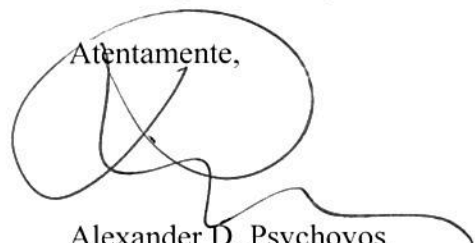
Panamá, 27 de febrero de 2015

Estimado Accionista,

Adjuntamos para su atención el web link www.fitchca.com en donde podrá encontrar el informe completo de la Calificación Fitch Ratings de Inmobiliaria Don Antonio, S.A. y Subsidiarias, Rey Holdings Corp. y Subsidiarias el cual salio publicado el día 25 de febrero de 2015.

Sin otro particular, quedamos de usted.

Atentamente,



Alexander D. Psychoyos
Presidente
REY HOLDINGS CORP.

Rey Holdings Corp y Subsidiarias

Rey Informe de Calificación

Calificaciones

Rey Holdings Corp y Subsidiarias

Nacional	Actual
Emisor	AA(pan)

Perspectiva

Estable

Inmobiliaria Don Antonio y Subsidiarias S.A. (IDA)

Nacional	Actual
Bonos Hipotecarios Rotativos	AA+(pan)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Rey Holdings Corp y Subsidiarias

USD miles	30 jun 2014	31 dic 2013
Total Activos	396,880	353,989
Total Deuda Financiera	104,023	74,353
Ingresos	674,610	678,340
EBITDA	44,446	48,821
EBITDA (%)	7	7
Deuda /EBITDA	2.3	1.5
EBITDA/Intereses	5.9	6.5

Fuente: Fitch

Informe Relacionado

[Informe Soberano de Panamá \(Mayo 22, 2013\).](#)

Analistas

Allan Lewis
(506) 2296-9182
allan.lewis@fitchratings.com

Vanessa Villalobos
(506) 2296-9182
vanessa.villalobos@fitchratings.com

Factores Clave de las Calificaciones

Posición Fuerte de Mercado: Rey controla la es mayor cadena de supermercados en Panamá, con 44 de supermercados y 23 farmacias con buena ubicación que le proveen un tránsito alto. Lo anterior se refleja en ventas y EBITDA crecientes, e indicadores de rentabilidad comparables con los de otras cadenas en Latinoamérica. Además, su oferta de productos competitiva y enfocada al formato de cada supermercado, así como la ubicación de sus locales, le permiten alcanzar a una base muy importante de consumidores.

Economías de Escala: El tamaño de Rey en Panamá representa una ventaja competitiva en términos de economías de escala en aspectos como compras y distribución, así como por el su potencial que posee para el desarrollo de negocios nuevos debido a su red de locales. Su tamaño y su integración vertical en una porción muy importante de su oferta de productos se consideran ventajas frente a otros competidores en cuanto a posibilidades para incrementar la rentabilidad.

Perfil Financiero Se Mantendrá Sólido: Rey tiene un perfil financiero caracterizado por una generación de efectivo creciente que ha permitido mantener niveles de apalancamiento moderados y una capacidad fuerte de cobertura del servicio de la deuda. Los indicadores deuda total ajustada/EBITDAR y deuda total/ FGO han mostrado valores alrededor de 2.0 veces (x), desde 2011 (jun14: 2.9x). Fitch Ratings estima que los indicadores se sostendrán en niveles similares a los históricos y acordes con la calificación asignada.

Sensibilidad al Ciclo Económico: La sensibilidad de la industria al comportamiento de la economía local limita las calificaciones. El crecimiento de la economía panameña ha favorecido el desempeño reciente de Rey y Fitch espera que la desaceleración presentada a partir de 2012 no afecte significativamente las operaciones. Fitch considera que la rentabilidad de la industria de supermercados podría ser afectada ante una contracción económica fuerte, por lo que la concentración de ingresos en el país sería una limitante de la calificación.

Garantía de Bonos Hipotecarios Rotativos: Las calificaciones de los bonos de IDA consideran la existencia de un fideicomiso de garantía. Por medio de este, los bonos están respaldados por la cesión de hipotecas en primer grado sobre inmuebles del Grupo Rey, lo que brinda una separación de las garantías y más agilidad en el proceso de ejecución. Fitch considera que este esquema le da a los tenedores de los bonos una protección mayor respecto a otros acreedores que no tienen garantías en sus obligaciones con IDA.

Sensibilidad de las Calificaciones

Las calificaciones de Rey podrían ser impactadas positivamente por una reducción del apalancamiento ajustado por debajo de los niveles históricos, un fortalecimiento constante en la generación de flujo de efectivo, en conjunto con un perfil sólido de liquidez; y flujo de fondos libre (FFL) positivo a lo largo de los ciclos económicos.

Las calificaciones de Rey podrían ser afectadas negativamente por cualquier combinación de los siguientes factores: debilitamiento sostenido en el apalancamiento con niveles superiores a 2.5x, reducción constante en la generación de efectivo y rentabilidad provocada por menos ventas, aumento de los costos y/o mayor competencia, y posición de liquidez debilitada.

Perfil Financiero

Liquidez y Estructura de Deuda

La base de la liquidez de Rey es su capacidad de generación de efectivo, considerada saludable y que se sustenta en la fuerte posición de mercado e integración del grupo. El EBITDA muestra una tendencia creciente, alcanzando USD44.4 millones en los últimos 12 meses terminados a junio 2014 (junio de 2014 UDM), desde USD16.1 millones en 2006. El margen EBITDA promedio se ha mantenido entre 7% y 8%, lo que compara positivamente con el promedio de otras cadenas de supermercados en Latinoamérica. Al el cierre 2013, el EBITDA totalizó USD48.8 millones.

Para junio de 2014 UDM, el EBITDA y las ventas de Rey fueron afectados por las remodelaciones de muchos de sus locales, el cierre de una tienda (un Supermercado Romero; SM Romero). También les impactó la reducción de la actividad económica en la región de David, por la conclusión de varios proyectos de generación de energía en la zona, lo que afectó el desempeño de los SM Romero.

Fitch espera que, durante los próximos 2 años, la compañía fortalezca su perfil financiero, con EBITDA anual entre USD40 millones y USD50 millones, así como flujo generado por las operaciones (FGO) entre USD35 millones y USD45 millones. La principal fuente de generación de efectivo de Rey es el crédito comercial con sus proveedores que, en combinación con su esquema de ventas al contado, beneficia su ciclo de caja.

Las medidas crediticias de la compañía evidencian niveles bajos de apalancamiento, a pesar del aumento del volumen de deuda como producto del financiamiento adquirido para fundear el plan de crecimiento. Los indicadores de endeudamiento (deuda ajustada respecto al FGO y al EBITDAR) han sido conservadores desde 2008 y, para junio de 2014, ambos reflejan valores menores a 2.9x. Para los próximos años, considerando el plan de expansión planeado por Rey, Fitch estima que los indicadores podrían mantenerse en niveles similares y compatibles con la calificación asignada.

A junio de 2014, la deuda total ajustada de Rey alcanzaba USD143 millones, incluyendo USD39 millones correspondientes al ajuste de las obligaciones por alquiler de locales arrendados por Rey.

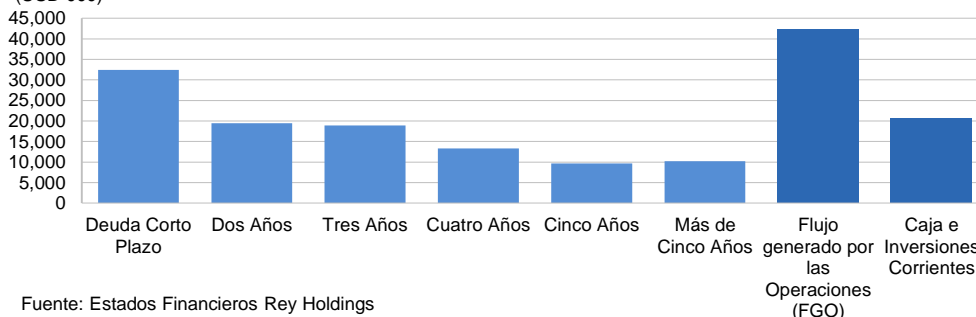
Estructura de Vencimientos de Deuda es Manejable

Fitch considera muy manejable la estructura de vencimientos de deuda de Rey para los próximos 3 años. Se considera que la capacidad amplia de generación de efectivo de la compañía y su apalancamiento moderado son aspectos que le ayudan a enfrentar los vencimientos de la deuda. Desde 2008, los saldos en caja han fluctuado entre USD17 millones y USD29 millones.

Vencimiento de la Deuda

Junio 2014

(USD 000)



Fuente: Estados Financieros Rey Holdings

Metodología Relacionada
 Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Diciembre 19, 2014).

Grupo de Comparación

Emisor	Calificación Nacional
Aes Changuinola (AESG)	A+(pan)
Panama Power Holdings (PPH)	A-(pan)
Grupo Melo	A+(pan)

Historia de Calificación

Fecha	Calificación	
	Nacional	Perspectiva
10 nov 2014	AA(pan)	Estable
11 nov 2013	AA(pan)	Estable
9 nov 2012	AA(pan)	Estable
9 nov 2011	AA(pan)	Estable
9 nov 2010	AA(pan)	Estable
21 oct 2009	AA(pan)	Estable

Rey tiene líneas de crédito bancarias aprobadas y sin uso por cerca de USD50 millones. Los bonos emitidos cuentan con garantías hipotecarias que deben tener un valor equivalente a al menos 110% del monto de bonos en circulación.

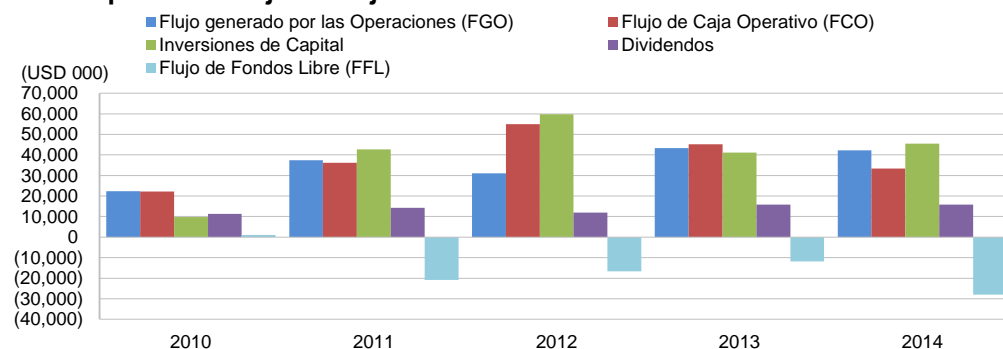
Además, por medio de IDA, el grupo posee autorización para emitir bonos por hasta USD100.0 millones en la Bolsa de Valores de Panamá a través del Programa Bonos Corporativos. Este consta de dos series: la A corresponde a bonos hipotecarios rotativos y la B, a bonos subordinados. En caso de liquidación de la compañía, los bonos de serie B están totalmente subordinados a las demás obligaciones y no tienen garantías específicas ni están garantizados por Rey.

Análisis de Flujo de Caja

La compañía ha registrado FGO entre USD22 millones y USD43 millones, en los últimos 4 años. A partir de 2011, el FFL ha mostrado cifras negativas como producto de la estrategia de crecimiento que ha implicado un Capex importante.

Para junio de 2014 UDM, el Capex alcanzaba USD45.5 millones. La compañía planea continuar con la expansión de sus puntos de venta, con inversiones anuales en los locales nuevos aproximadamente de USD40 millones a USD45 millones. Estas serían mediante una combinación de fondos propios, deuda y arrendamientos operativos. Esto, en conjunto con pago de dividendos estable, resultará en niveles de FFL negativos. La permanencia de FFL negativo, que deba ser financiado a través de apalancamiento mayor, presionaría el nivel actual de calificación.

Desempeño del Flujo de Caja



Fuente: Estados Financieros de Rey Holdings

La capacidad sólida de generación de efectivo de Rey se refleja en coberturas de intereses altas a partir del FGO mayores a 6.0x. Por su parte, las coberturas de los cargos fijos se han mantenido entre 4.0x y 5.0x, en los últimos 3 años. Fitch estima los indicadores se mantendrán en niveles similares a los históricos en los próximos 2 años.

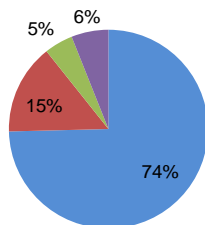
Perfil

Rey Holdings Corp y Subsidiarias (Rey) es la controladora de un grupo de compañías dedicadas principalmente al negocio de supermercados, farmacias y actividades de soporte a este negocio comercial. Rey es uno de los dos grupos principales en la industria de distribución de víveres y mercancías secas en Panamá.

Rey es propietario de la controladora Empresas Rey, S.A. que actúa como tenedora de las acciones de Inmobiliaria Don Antonio, S.A., incluyendo participaciones de 100% de sus subsidiarias Rey Trading, Inc., Forestadora Rey y Empresas Metro, S.A., Agroindustrial Rey, S.A., y Setrey, S.A. Las empresas están integradas para la operación de las cadenas de Supermercados Rey, Supermercados Romero, Mr. Precio y Farmacias Metro.

Ventas por Supermercado
Junio 2014

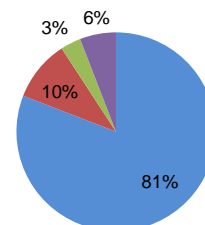
■ SM REY ■ SM Romero ■ SM Precio ■ Metro



Fuente: Rey Holdings

EBITDAR Por Supermercado
Junio 2014

■ SM REY ■ SM Romero ■ SM Precio ■ Metro



Fuente: Rey Holdings

Inmobiliaria Don Antonio, S.A. (IDA) es la compañía encargada del negocio de ventas al por menor en los supermercados y farmacias. Esta aporta cerca de 95% de los ingresos y el EBITDA del grupo. Esta subsidiaria es la tenedora de 100% de las acciones de Forestadora Rey, S.A. (empresa dedicada principalmente al desarrollo de proyectos de reforestación de árboles de tecas) y Rey Trading, Inc. (que realiza actividades de logística de importación de productos y mercancía exclusivamente para la Cadena Supermercados Rey). Toda la deuda del grupo es tomada por IDA.

Agroindustrial Rey, S.A. se dedica a la compra de ganado, cerdo, legumbres, frutas, además de tener una planta de panes y dulces, para la venta al detalle a la cadena de supermercados Rey. Setrey, S.A. se enfoca en brindar el servicio de seguridad a las empresas del grupo.

Las cadenas de Supermercados Rey y Supermercados Romero están diseñadas como supermercados de un tamaño considerable con servicios y comercio complementarios como farmacia, bancos, pagos de servicios y comidas rápidas. Por su parte, la cadena de Supermercados Mr. Precio cuenta con un concepto de supermercado pequeño, los cuales están surtidos en 76% de productos comestibles y 24% de no comestibles. Además, cuentan con un servicio de farmacia completo. Los Supermercados Mr. Precio se dirigen al mercado de pequeños supermercados tradicionales, tiendas de autoservicio y tiendas pequeñas manejadas por familias o abarroterías.

Formatos de Supermercados

	Supermercados Rey	Supermercados Romero	Supermercados Mr. Precio
Composición de Ventas	Mercadería Seca y Víveres en General (54,000 productos)	Mercadería Seca y Víveres en General (54,000 productos)	Mercadería Seca y Víveres en General (23,000 productos)
Segmento	Medio	Medio	Medio - Bajo
Tamaño (metros cuadrados promedio)	1,000 – 5,000	800 – 4,000	400 - 600
Estrategia	Diversificación de Productos. Frescura y Calidad de Compras. Servicios de Valor Agregado	Diversificación de Productos. Servicio y Tradición. Servicios de Valor Agregado	Precio - Confianza

Fuente: Rey Holdings

Farmacias Metro cuenta con 25 locales, siendo la cadena de farmacias más grande Panamá. La compañía está dando un giro al enfoque de las farmacias, transformándolas a tiendas de conveniencia con farmacia incluida, posicionando la marca Metro. Lo anterior es para aprovechar los puntos de venta establecidos y rentabilizarlos más.

Estrategia

Rey ha sido exitoso en su estrategia competitiva, cuyo objetivo es ampliar su participación en el gasto de los consumidores. Se enfoca en la expansión de su red de locales y cadena de distribución, la ampliación del surtido de productos ofrecidos y el desarrollo de categorías nuevas. La compañía espera mantener su estrategia orientada hacia estos ejes. En el futuro, la administración de Rey contempla el crecimiento con locales propios y arrendados, dependiendo de la conveniencia de cada inversión.

Una de las principales fortalezas de la estrategia comercial de Rey es la buena ubicación de los locales. Este aspecto le genera un tránsito alto, que es aprovechado para impulsar el consumo de los visitantes, especialmente en las marcas propias y controladas, con el fin de mejorar el margen de ventas promedio.

Rey tiene una presencia sólida en las ciudades de Panamá, Colón y Chiriquí. Ninguno de los locales aporta más de 6% de los ingresos, lo que demuestra diversificación de fuente de ingresos por local. Durante el período 2013-2014, se abrieron dos SM Rey y un SM Mr. Precio, además de un Metro.

Para 2015, se planea la apertura de tres SM Rey, un SM Romero y dos Metro. Además, se realizarán remodelaciones en cuatro supermercados, cuatro Mr. Precio y siete Metro, para adecuarlos al formato nuevo. La estrategia de Rey plantea la apertura anual de al menos dos supermercados de la marca SM Rey. Su estrategia de fondeo determina que la deuda financiera se utilice únicamente para el financiamiento de la expansión de locales e infraestructura de soporte. Además, en acuerdo con compañías relacionadas desarrolladoras de inmuebles, se utilizarán los arrendamientos operativos de locales para apoyar la estrategia comercial.

En el plano operativo, se han reforzado las áreas de operaciones, planificación y proyectos con el objetivo de dar el soporte adecuado para la estrategia comercial. Esto ha sido incrementando las eficiencias y reduciendo gastos, mediante la integración vertical de las empresas del grupo. El fin de lo anterior es proveer algunas líneas de productos agropecuarios y cárnicos, así como la importación de bienes de marcas propias o controladas. Además, se incorporaron instalaciones de cocina y empaque de las líneas de alimento preparados o semipreparados con marca propia. Producto del incendio sufrido el año anterior que afectó el centro de distribución (CEDI) se construirá un CEDI nuevo, pero se separará el tipo de mercancía en productos secos y fríos.

Perfil de la Industria y Ambiente Operativo

En el mercado de supermercados en Panamá, operan siete cadenas importantes (SM Rey, SM Romero, Super 99, Machetazo, Xtra, Riba Smith y SM Precio), dos cadenas de hipermercados (Price Smart y Mega Depot) y un gran número de otros comercios de ventas al detalle de alimentos y productos de hogar.

Los factores críticos de competencia son principalmente precios y conveniencia. Los horarios de atención al público y los servicios adicionales prestados en los locales se han generalizado debido al nivel de competencia, así como por las campañas publicitarias y promociones. A diferencia de otros países, los supermercados no incursionan fuertemente en productos de línea blanca, línea negra, muebles y electrónicos, debido a que en la plaza existe una competencia amplia en estos segmentos, dadas a las facilidades brindadas por la Zona Libre de Colón.

Principales Competidores de Rey Holdings

Competidor	Número de Tiendas	Formatos	Cobertura Geográfica
Supermercados 99	39	33 Supermercados 2 tipo Depot	Principales Ciudades de Panamá
Machetazo	11	Hipermercados	Panamá, Penonome Santiago, Chitré
Xtra	10	Supermercados	Panamá
Riba Smith	6	Supermercado	Panamá

Fuente: Rey Holdings

Las cadenas de supermercados grandes tienen ventajas competitivas relacionadas con economías de escala respecto a los participantes más pequeños. Los volúmenes altos de ventas les permiten reducir costos y obtener mejores precios en sus compras. No obstante, muchos productos alimenticios compiten con base en diferenciación y tienen un solo proveedor local.

Resumen Financiero — Rey Holdings Corp. y Subsidiarias

USD miles, cifras al 30 de septiembre

	UDM				
	30 jun 2014	2013	2012	2011	2010
Rentabilidad					
EBITDA	44,446	48,821	47,244	40,862	33,329
EBITDAR	48,587	50,151	49,629	43,698	36,165
Margen de EBITDA (%)	6.6	7.2	7.6	8.4	7.3
Margen de EBITDAR (%)	7.2	7.4	8.0	9.0	8.0
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	18.3	21.9	16.7	21.4	21.9
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(4.2)	(1.7)	(2.7)	(4.3)	0.2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	17.4	19.5	21.2	25.3	24.6
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	6.1	6.2	7.6	13.1	8.2
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	5.9	6.5	10.8	14.1	11.8
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	4.2	5.7	7.3	7.6	6.4
EBITDA/Servicio de Deuda	1.1	2.0	1.4	1.1	5.0
EBITDAR/Servicio de Deuda	1.1	2.0	1.4	1.1	3.8
FGO/Cargos Fijos	4.3	5.4	5.3	7.1	4.6
FFL/Servicio de Deuda	(0.5)	(0.2)	(0.4)	(0.5)	0.6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	0.0	0.5	0.4	0.3	3.5
FGO/Inversiones de Capital	0.7	1.1	0.9	0.8	2.3
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/FGO	2.9	1.9	2.6	2.1	1.6
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	2.3	1.5	1.5	1.4	0.4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	1.9	1.2	0.9	0.6	(0.2)
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	2.9	1.8	1.9	1.9	1.2
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	2.5	1.5	1.4	1.3	0.6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8.3	10.4	7.0	8.4	18.6
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0.3	0.2	0.4	0.6	0.3
Balance					
Total Activos	396,880	353,989	319,614	257,859	166,961
Caja e Inversiones Corrientes	20,583	16,771	26,514	29,894	19,503
Deuda Corto Plazo	32,453	16,611	28,909	33,624	3,803
Deuda Largo Plazo	71,570	57,742	40,929	22,340	9,368
Deuda Total	104,023	74,353	69,838	55,964	13,171
Deuda asimilable al Patrimonio	—	—	—	—	—
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	104,023	74,353	69,838	55,964	13,171
Deuda Fuera de Balance	39,128	16,642	25,080	28,688	28,688
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	143,151	90,995	94,918	84,652	41,859
Total Patrimonio	130,307	127,642	119,359	106,763	76,393
Total Capital Ajustado	273,458	218,638	214,277	191,415	118,252
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	42,187	43,379	31,100	37,366	22,394
Variación del Capital de Trabajo	(8,849)	1,871	23,938	(1,155)	(145)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	33,338	45,249	55,038	36,211	22,249
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(45,513)	(41,206)	(59,773)	(42,767)	(9,838)
Dividendos	(15,882)	(15,878)	(11,902)	(14,305)	(11,300)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(28,057)	(11,834)	(16,637)	(20,861)	1,111
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(3,482)	(3,105)	—	—	—
Otras Inversiones, Neto	(531)	(621)	(377)	(33,245)	(686)
Variación Neta de Deuda	34,185	4,514	40,117	16,551	(4,038)
Variación Neta del Capital	479	—	285	21,280	—
Otros (Inversión y Financiación)	231	37	256	262	(223)
Variación de Caja	2,825	(11,009)	23,644	(16,013)	(3,836)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	674,610	678,340	622,683	484,743	453,629
Variación de Ventas (%)	(0.0)	0.09	0.3	0.1	0.1
EBIT	33,563	36,362	37,167	32,403	25,944
Intereses Financieros Brutos	7,526	7,489	4,385	2,908	2,824
Alquileres	4,141	1,330	2,385	2,836	2,836
Resultado Neto	22,018	24,136	23,957	23,134	17,980

Fuente: Rey Holdings

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN 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 PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2015 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, 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.