



## **Celulosa Arauco y Constitucion S.A.**

- (a) Identificación del Título : Solvencia, Lineas de Bonos
- (b) Fecha de Clasificación : 29 de noviembre 2013
- (c) Antecedentes Utilizados : 30 de septiembre 2013
- (d) Motivo de la Reseña : Anual desde envío anterior

# Celulosa Arauco y Constitucion S.A.

Arauco

## Analisis de Riesgo

Ratings  
Celulosa Arauco y Constitución S.A.

Moneda Extranjera  
IDR BBB  
Deuda Senior BBB

**Moneda Local**  
IDR BBB

**Escala Nacional**  
Rating de Largo Plazo AA-(cl)  
Líneas de Bonos N° 544 AA-(cl)  
Líneas de Bonos N° 545 AA-(cl)  
Líneas de Bonos N° 587 AA-(cl)  
Líneas de Bonos N° 587 AA-(cl)

**Alto Parana S.A.**

**Moneda Extranjera**  
IDR BBB  
Lineas de Bonos BBB

**Outlooks**  
IDR Moneda Extranjera Stable  
IDR Moneda Local Stable  
Escala Nacional Stable

IDR – Issuer default rating.

Resumen Financiero

Celulosa Arauco y Constitucion S.A.

(USD Millones.)	09/30/12	12/31/12
Ingresos	5.077	4.280
EBITDA	1.130	848
Caja y Valores Negociables	543	395
Deuda Total	4.212	4.424
Deuda Total/EBITDA	3,7	5,2
Deuda Neta/EBITDA	3,2	4,7

Metodología de Clasificación de  
Empresas, Julio 03, 2013  
Vinculo de Clasificación Matriz y  
Subsidiaria, Julio 03, 2013

### Analistas

Joe Bormann, CFA  
+1 312 368-3349  
[joe.bormann@fitchratings.com](mailto:joe.bormann@fitchratings.com)

Monica Coeymans  
+56 2499-3314  
[monica.coeymans@fitchratings.com](mailto:monica.coeymans@fitchratings.com)

## Fundamentos

### Solida posición de negocios

Arauco es el segundo mayor productor de celulosa a nivel mundial y tiene una de las menores estructuras de costos de la industria, lo que le permite generar sólidos flujos de caja operacionales durante períodos de mercados deprimidos. La ventaja competitiva en costos de Arauco es vista como sostenible debido a sus plantaciones forestales productivas. Las ventajas forestales de la compañía se ven potenciadas por sus modernas instalaciones, autosuficiencia energética y bajos costos de transporte debido a la cercanía de sus plantaciones, plantas y puertos.

### Mejora gradual de indicadores crediticios

Arauco ha mejorado gradualmente sus indicadores crediticios luego de adquisiciones – principalmente en el negocio de paneles - financiadas con deuda durante el 2012. Al 30 de septiembre de 2013, el indicador deuda neta/EBITDA fue 3,2 veces (x), mientras que su indicador deuda ajustada neta/EBITDA fue 3,8x. Estos indicadores, aunque continúan altos para la categoría, se comparan con 4,7x y 5,4x, respectivamente al 31 de diciembre de 2012. Los ratings consideran la expectativa de Fitch que Arauco será capaz de continuar reduciendo sus niveles de endeudamiento en términos de deuda neta/EBITDA a alrededor de 3,2x hacia fines de 2013 y bajo 2,5x durante 2015.

### Arauco mantiene una sólida posición de liquidez

La deuda ajustada de Arauco hacia fines de septiembre fue USD4,8 mil millones. Estos niveles de deuda incluyen USD650 millones de deuda que Arauco garantiza en su Joint Venture Montes del Plata. La posición de liquidez de Arauco es sólida con USD543 millones en caja y equivalentes. Las amortizaciones de deuda suman USD166 millones durante 2013, USD480 millones durante 2014 y USD512 millones durante 2015. Durante julio 2013 Arauco refinanció parte de sus vencimientos de deuda a través de un crédito bancario con vencimiento en 2016. La compañía espera reducir gradualmente su nivel de endeudamiento. Fitch proyecta que la deuda neta de Arauco debería disminuir en cerca de USD200 millones a USD3,6 mil millones hacia fines de 2013.

### Importantes activos forestales

Una consideración clave que continúa sustentando las clasificaciones de Arauco a pesar de las debilidades del ciclo de la celulosa son sus importantes activos forestales. La compañía tiene cerca de 1,7 millones de hectáreas forestales en Chile, Brasil, Argentina y Uruguay. Las plantaciones forestales han sido desarrolladas en cerca de 1,0 millón de hectáreas. Mientras que la compañía no intente monetizar estas plantaciones, el valor de los terrenos y activos biológicos es cerca de USD4,5 mil millones.

### SENSIBILIDAD DE LA CLASIFICACIÓN

Una acción de rating negativa podría ocurrir por un cambio en la filosofía de la administración en términos de estructura de capital óptima; un debilitamiento material de la estructura de capital de la compañía también podría resultar en una baja en la clasificación, o un Rating Outlook Negativo. Una mejora en la clasificación no es probable debido a la debilidad en el mercado de la celulosa y

la incertidumbre sobre numerosos potenciales nuevos proyectos de plantas de celulosa en Latinoamérica, aparte de los mencionados anteriormente.

## Eventos Recientes

### **Proyecto de celulosa en Uruguay Montes del Plata**

Montes del Plata es un 50/50 joint venture entre Arauco y Stora Enso. La planta tiene una capacidad de 1,3 millones de toneladas de celulosa de fibra corta y se estima que comenzará operaciones durante los primeros meses de 2014. El proyecto cuenta con 221.000 hectáreas de terrenos forestales en Uruguay, de los cuales 133.000 hectáreas están plantadas.

Dependiendo de las condiciones de mercado, la planta podría generar un EBITDA anual entre USD175 millones y USD300 millones. La inversión total fue USD2 mil millones, financiada con una combinación de USD1,3 mil millones de deuda y capital. Durante los primeros nueve meses de 2013, Arauco hizo un aporte de capital por USD76 millones, USD145 millones durante 2012 y USD177 millones durante 2011. Al 30 de septiembre de 2011, Arauco firmó un acuerdo para garantizar el 50% de la deuda de Montes del Planta: IDB Facility Agreement por USD454 millones y Finnvera Guaranteed Facility Agreement por USD900 million. Al 30 de septiembre de 2013 Arauco garantiza USD652 millones.

### **Fuerte crecimiento en capacidades de paneles durante 2012 y 2013.**

Arauco es el tercer mayor productor de paneles a nivel global. En febrero de 2013 comenzó operaciones la planta de paneles MDF Jaguariaiva con una inversión por USD166 millones y 500.000 metros cúbicos de capacidad. Reconstrucción de la planta plywood de Nueva Aldea luego de un incendio. La inversión fue por USD150 millones con una capacidad por 350.000 metros cúbicos. La planta comenzó operaciones durante 2013.

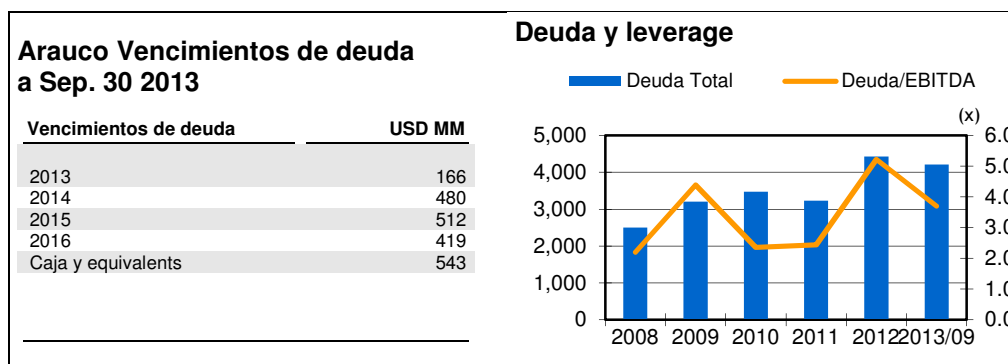
En septiembre de 2012 Arauco compró un 100% de participación en Flakeboard, productor de panels canadiense por USD242.5 millones. Flakeboard tiene siete plantas en Canada y una en U.S.A. con una capacidad agregada de 1,2 millones de metros cúbicos de MDF y 1,1 millón de metros cúbicos de tableros de partículas y 180.000 metros cúbicos de melamina. Durante 2012, Arauco también compró Moncure por USD56 millones más USD6 millones en capital de trabajo. Las instalaciones incluyeron una planta de MDF y HDF con una capacidad de producción anual de 330.000 metros cúbicos, una línea de producción de tableros de partículas con una capacidad de 270.000 metros cúbicos y dos líneas de producción de melamina. Planta de paneles en Teno comenzó operaciones durante el primer semestre de 2012 con una capacidad de 300.000 metros cúbicos y una inversión por USD150 millones.

**Perfil Financiero**

**Liquidez y Estructura de Endeudamiento**

Al 30 de septiembre de 2013 Arauco mantenía una deuda ajustada total de USD4,8 mil millones, bajando desde los USD4,9 mil millones al 31 de diciembre de 2012. La deuda ajustada al 30 de septiembre de 2013 incluye los USD652 millones de deuda que garantiza de su *joint venture* Montes del Plata (USD555 millones a diciembre 2012). La deuda de Montes del Plata garantizada por Arauco debería alcanzar su máximo a fines de 2013 (USD677 millones), una vez que termine la construcción de la planta. Se espera que Arauco disminuya los niveles de endeudamiento durante 2014 a través de un enfoque de inversión más conservador, una mayor generación de flujo del negocio de paneles y de la entrada en operaciones de la nueva planta de celulosa en Uruguay, Montes del Plata. Arauco debería alcanzar un indicador deuda neta/EBITDA en torno a 3,2x hacia fines de 2013 y bajo 2,5x durante 2015.

Arauco mantiene una estructura de capital adecuada con la categoría *investment grade*. Arauco obtiene financiamiento principalmente de los mercados de capitales. Al 30 de septiembre de 2013 la deuda de Arauco alcanza los USD4,2 mil millones, de los cuales USD3,7 mil millones se encuentran en el largo plazo. Arauco se financia principalmente a través de los mercados de capitales internacionales con bonos internacionales por USD2,1 mil millones y bonos locales denominados en UF por USD891 millones. El calendario de vencimientos es manejable con vencimientos por USD166 millones para lo que resta del año 2013, USD480 millones en 2014, USD512 millones en 2015 y USD419 millones en 2016. La posición de liquidez de Arauco es sólida con USD543 millones en caja y equivalentes.



**Flujo de Caja e Indicadores Crediticios**

Durante los últimos 12 meses (LTM) terminados al 30 de septiembre de 2013, Arauco generó USD1,1 mil millones de EBITDA, aumentando con respecto a los USD848 millones el año 2012. La mayor generación EBITDA se debe principalmente a un mayor EBITDA del negocio de paneles tras las adquisiciones realizadas durante el año 2012, que permitieron aumentar 63% el volumen de ventas de tableros, alcanzando los 3,9 millones de metros cúbicos; seguido por un mayor EBITDA del segmento celulosa tras una mejor dinámica de precios.

Hacia fines del 2013 Arauco debería mantener esta tendencia. Para 2013 y 2014, el EBITDA de Arauco debería continuar mejorando debido a una perspectiva favorable en el negocio de paneles y madera aserrada, que se debería beneficiar del crecimiento en Latinoamérica y la gradual mejora del mercado inmobiliario en Estados Unidos. En el segmento de celulosa, los precios se espera

que se mantengan débiles durante 2014 debido a capacidad adicional que será agregada en Latinoamérica. Además de Montes del Plata, una nueva planta en Brasil – Maranhao – debería comenzar operaciones hacia fines de 2013 o 2014 con 1,5 millones de toneladas anuales.

Durante el periodo de 9 meses a septiembre de 2013, Arauco ha invertido USD372 millones, donde destaca el aporte de capital en Montes del Plata por USD76 millones. También incluye el término de la planta plywood de Nueva Aldea y Jaguariba en Brasil. El financiamiento ha sido con el flujo de caja de la compañía. Durante el periodo Arauco pagó dividendos por USD76 millones, a la vez que refinanció vencimientos de bonos por USD300 millones con un crédito bancario de mediano plazo en julio de 2013 con vencimiento en 2016.

Los indicadores deuda neta/EBITDA y deuda Ajustada/EBITDA mejoraron a 3,2x y 3,8x, respectivamente al 30 de septiembre de 2013, desde 4,7x y 5,4x, respectivamente al 30 de diciembre de 2012. Fitch espera que Arauco será capaz de continuar reduciendo sus niveles de endeudamiento en términos de deuda neta/EBITDA a bajo 2,5x durante 2015.

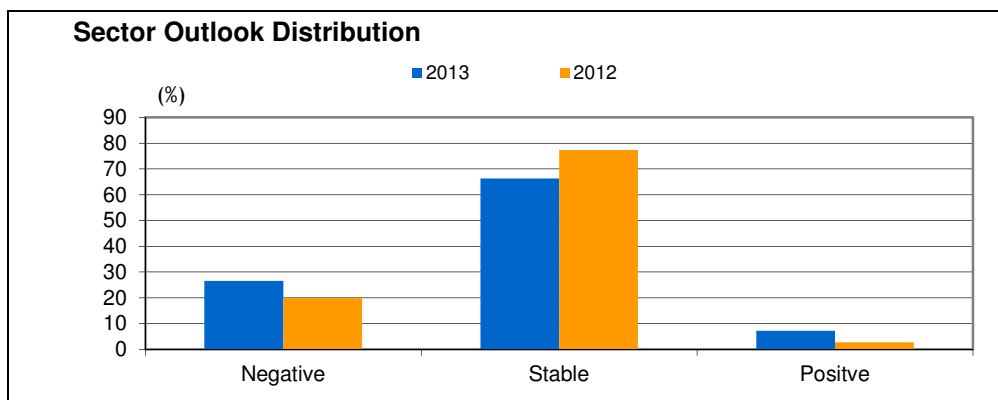
Los principales factores en reducir los niveles de endeudamiento son un enfoque más conservador a CAPEX, mayor generación de flujo de caja en el negocio de paneles y la entrada de operaciones de la nueva planta de celulosa en Uruguay, Montes del Plata. Arauco mantiene el 50% de Montes del Plata, que tendrá 1,3 millones de toneladas de capacidad anual de celulosa de fibra corta, y comenzará operaciones hacia fines de 2013 y principios de 2014. La planta aumentará el EBITDA entre USD175 millones y USD300 millones anuales, dependiendo de los niveles de precio de la celulosa.

**Industria**

**Peer Group Analysis**

	Arauco.	CMPC .	Fibria	Masisa .
LTM as of	LTM2013	12-31-2012	12-31-2012	12-31-2012
Long-term IDR	BBB	BBB+	BB+	BB
Outlook	ROS	ROS	ROP	ROS
<b>Financial Statistics</b>				
EBITDA	1.131	914	1.171	292
EBITDA Margin (%)	22,3	18,6	39,3	19,4
<b>Credit Metrics (x)</b>				
Net Adjusted Debt/EBITDA	3,8	3,4	3,0	2,3

YoY – Year over year.





## Peer Group

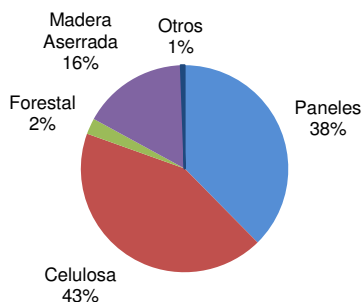
Issuer	Country
<b>BBB+</b>	
Empresas CMPC S.A.	Chile
<b>BB+</b>	
Fibra Celulose S.A.	Brazil
<b>BB</b>	
Masisa S.A.	Chile
<b>BB-</b>	
Suzano Papel e Celulose S.A.	Brazil

## Issuer Rating History

Date	LT IDR (FC)	Outlook/Watch
oct. 10, 2013	BBB	Stable
oct. 11, 2012	BBB	Stable
jun. 8, 2012	BBB+	RWN
may. 16, 2012	BBB+	Stable
may. 26, 2011	BBB+	Stable
may. 27, 2010	BBB+	Stable
mar. 19, 2009	BBB+	Stable
ene. 29, 2008	BBB+	Stable
feb. 1, 2007	BBB+	Stable
abr. 24, 2006	BBB+	Stable
ene. 20, 2006	BBB+	Stable
jun. 9, 2005	BBB+	Stable
abr. 1, 2005	BBB+	Positive
jun. 30, 2003	BBB+	Stable
may. 7, 2003	BBB+	Stable
ago. 31, 2001	BBB+	Stable
jun. 6, 2001	BBB+	Stable
ago. 23, 1995	BBB+	Stable

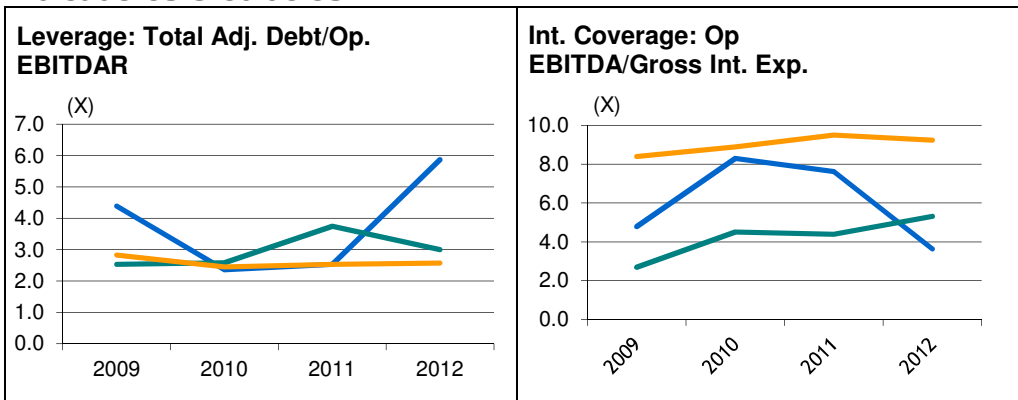
"RW" denotes Rating Watch

## Composicion Ventas 3Q2013

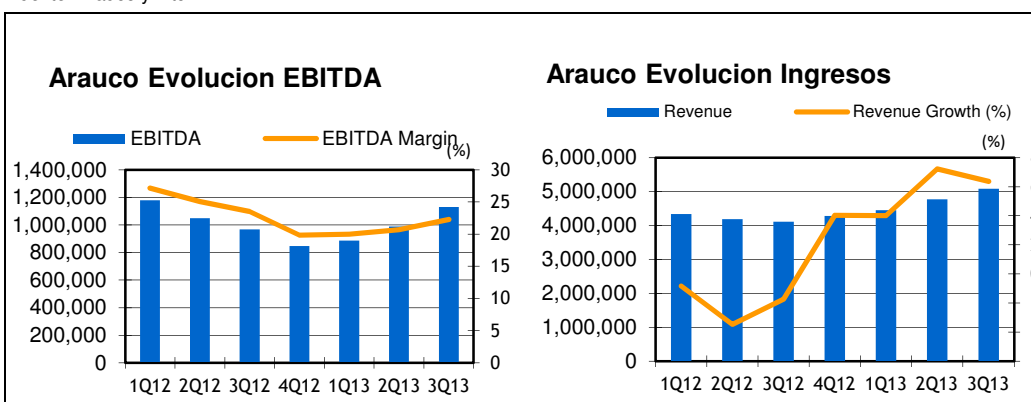


Fuente: Arauco

## Indicadores Crediticios



Celulosa Arauco y Constitucion S.A. — Nat. Resources US Median — BBB US Medians —  
Fuente: Arauco y Fitch.



## Perfil

Empresas Copec, S.A. (Copec) es propietaria de un 99,9% de Arauco. Copec también opera en la distribución de combustibles, generación de energía y pesca. AntarChile S.A. (AntarChile) es propietario directo e indirecto de un 60,82% de Copec. AntarChile, a su vez, es un 74,29% propiedad del Grupo Angelini, encabezado por Roberto Angelini. Copec cuenta con IDRs en moneda extranjera y local en categoría 'BBB', y una clasificación de solvencia en escala nacional en categoría 'AA-'(cl). Las clasificaciones de Copec y Arauco han sido ligadas a la participación de Copec, que esencialmente es propietaria de todas las acciones de Arauco, así como a su habilidad para influenciar los dividendos.

## Divisiones

### División Forestal

Arauco es el propietario más importante de terrenos forestales en el Cono Sur, con 1,5 millones de hectáreas ubicadas en Chile, Argentina, Uruguay y Brasil. La compañía ha desarrollado más de 1 millón de hectáreas de terrenos, adaptándolas para plantaciones forestales. Las variedades de pino radiata y taeda representan casi el 80% de estas plantaciones. En Uruguay, a través de su joint venture con Stora Enso, Arauco tiene 220.000 hectareas de terrenos forestales, de los cuales 133.000 hectareas están plantadas.

El pino radiata que crece en las plantaciones chilenas está entre los mas productivos del mundo, alcanzando la madurez para trozos pulpables luego de 16 años y para madera aserrable luego de

25 años. Estas tasas de cosecha contrastan fuertemente con las edades de cosecha entre 18 y 45 años para madera pulpable y entre 50 y 150 años para rollizos aserrados en el Hemisferio Norte. Los pinos taeda de Arauco (árboles de fibra larga) y los eucaliptos (árboles de fibra corta) también crecen con rapidez, alcanzando su madurez para propósitos de producción de celulosa en 18 años y 12 años, respectivamente. La ventaja de crecimiento de la que se beneficia la compañía es resultado de las favorables condiciones climáticas y de suelos existentes en las regiones en las que Arauco tiene terrenos. Esta ventaja comparativa se traduce en que Arauco requiera menos terreno forestal que sus competidores, y también en que sus plantas se ubiquen más cerca de sus bosques.

**Capacidad instalada paneles (miles de m3/año)**

	Chile	Argentina	Brasil	Norteamérica	Total	<b>Celulosa</b>
MDF	520	305	685	1.530	2.660	Arauco es el
PB	-	260	560	1.370	2.570	segundo
Terciados	805	-	-	-	805	mayor
Hardboard	60	-	-	-	60	productor de
<b>TOTAL</b>	<b>1.385</b>	<b>565</b>	<b>1.245</b>	<b>2.900</b>	<b>6.095</b>	celulosa en el
% sobre el total	23%	9%	20%	47%	100%	mundo. La

compañía es propietaria y opera cinco plantas ubicadas en Chile. En conjunto, estas plantas representan una capacidad de producción anual de aproximadamente 2,8 millones de toneladas de celulosa. En Argentina, Arauco es propietario y opera una planta de celulosa (Alto Paraná) con una capacidad de 350.000 toneladas. Todas estas plantas, con la excepción de Constitución producen celulosa blanqueada de fibra larga (BSKP) o celulosa de eucaliptos blanqueada (Bleached Eucalyptus Kraft Pulp - BEKP). La planta Constitución produce cerca de 300.000 toneladas de celulosa sin blanquear de fibra larga (Unbleached Softwood Kraft Pulp - USKP) al año.

Arauco es un fuerte competidor en la fragmentada industria de la celulosa, debido a que cuenta con acceso a fibra de bajo costo y a la ventaja que representa su baja estructura de costos de producción. En comparación con los productores de celulosa blanqueada de fibra larga ubicados en el Hemisferio Norte, que cuentan con un *cash cost* de producción de aproximadamente USD430–USD630 por tonelada métrica de celulosa, Arauco puede producir BSKP por cerca de USD390 por tonelada. Como resultado de su fuerte posición competitiva, Arauco ha sido capaz de generar flujos de caja positivos durante los periodos de baja en el ciclo de la celulosa.

**Madera Aserrada**

Arauco es el mayor productor de madera aserrada en el Hemisferio Sur. Arauco opera nueve aserraderos en Latinoamérica, con una capacidad de producción de 2,8 millones de metros cúbicos. Ocho de estos aserraderos se ubican en Chile y uno en Argentina. Además de estos aserraderos, la compañía también es propietaria de cinco plantas de remanufactura donde la madera es procesada en productos con valor agregado, tales como molduras para techos y sillas, paneles con uniones encoladas, y productos laminados.

**Paneles**

Mediante crecimiento orgánico y adquisiciones, Arauco ha creado una importante presencia en paneles. Durante 2012 y 2013, Arauco ha aumentado su capacidad de producción a 6,3 millones de metros cúbicos, desde 3,7 millones de metros cúbicos.

Actualmente, la compañía es dueña de plantas de MDF, de aglomerados y de madera terciada y una planta de paneles de alta densidad. Estas plantas se ubican en Chile, Argentina, Brasil, Canada y Estados Unidos. Arauco tiene un 35% de participación en el mercado norteamericano de paneles MDF.

el negocio de paneles de Arauco ha beneficiado del crecimiento económico en Latinoamérica, así como de la mejora gradual del mercado inmobiliario en EEUU. La consolidación de 12 meses de operaciones de las recientes adquisiciones de Arauco – Moncure y Flakeboard – debería aumentar el nivel base de EBITDA en más de USD100 millones. El negocio de paneles es un complemento natural para las operaciones en celulosa y aserraderos que mantiene la compañía, puesto que usa la fibra que se desecha durante estos dos procesos.

### Características de los Instrumentos

#### Líneas de Bonos N°544 y N°545

En julio de 2008, Arauco inscribió ante la SVS dos líneas de bonos, cada una por un monto de UF10 millones y plazos de vencimiento de 10 años y 30 años. Asimismo, se estableció que la suma de las emisiones de bonos que se realicen con cargo a ambas líneas, no podrá exceder en conjunto los UF10 millones.

El 6 de noviembre de 2008, la compañía colocó las series E y F con cargo a las líneas N°544 y N°545, respectivamente, por un total de UF6 millones. Posteriormente, el 18 de marzo de 2009 Arauco colocó la serie H con cargo a la línea N°544 por un monto de UF2 millones, y la serie F con cargo a la línea N°545 por un valor de UF2 millones. Las líneas no cuentan con garantías específicas y el uso de fondos fue financiamiento de inversiones y refinanciamiento de pasivos.

Entre las principales obligaciones y limitaciones contempladas se encuentran:

- Mantener un nivel de endeudamiento consolidado máximo de 1,20x. Donde Endeudamiento = (Deuda Financiera – Caja y Valores Líquidos) / (Patrimonio + Interés Minoritario), y la cuenta Caja y Valores Líquidos incluye los pactos financieros. Asimismo, se considerará como pasivo financiero el monto de avales, fianzas u otras garantías otorgadas por el emisor o sus filiales a favor de terceros.
- El emisor o cualquiera de sus filiales no podrán garantizar ninguna obligación con activos relacionados a bosques y plantas industriales, a menos que dichas garantías respalden también los bonos en forma igualitaria. Sin embargo, el emisor y sus filiales podrán garantizar obligaciones siempre que el monto de dichas deudas no exceda en conjunto del 15% de los activos netos tangibles consolidados al momento en que dicha deuda sea asumida.

Además, se incluyen cláusulas de *cross default* y *cross acceleration* para obligaciones del emisor y sus filiales que sumadas superen los US\$40 millones.

#### Líneas de Bonos

	N°544		N°545
Plazo máximo de la línea	10 años		30 años
Monto de la línea	UF 10 MM		UF 10 MM
<b>Bonos</b>	<b>Serie E</b>	<b>Serie H</b>	<b>Serie F</b>
Monto colocado	UF 1 MM	UF 2 MM	UF 7 MM
Plazo emisión	6 años	5 años	21 años
Tasa carátula	4,00%	2,25%	4,25%
N° Bonos / Valor bono	2.000 / UF500	8.000 / UF500	10.000 / UF500
Amortización	semestral	bullet	semestral
primera	30/04/2012	---	30/04/2019
ultima	30/10/2014	01/03/2014	30/10/2029
Rescate Anticipado	30/10/2011	01/03/2011	30/10/2014

#### Líneas de Bonos N° 587 y N°588

En junio de 2009, Arauco inscribió ante la SVS dos líneas de bonos, las líneas N° 587 y N° 588, cada una por un monto de UF20 millones y plazos de vencimiento de 10 años y 30 años



respectivamente. Asimismo, se estableció que la suma de las emisiones de bonos que se realicen con cargo a ambas líneas, no podrá exceder en conjunto los UF20 millones. El 23 de agosto de 2010 se colocó la serie J con cargo a la línea N°588 por UF 5 millones a 10 años plazo. El 23 de Noviembre de 2011, Arauco colocó con cargo a la Línea N°588 la serie P por UF 5 millones a 21 años plazo. La línea N°587 tiene el plazo de colocación vencido.

Las líneas no cuentan con garantías específicas y el uso de fondos fue el refinanciamiento de pasivos. Los covenants de las líneas son similares a los establecidos en los contratos de las líneas N°544 y N°545 inscritas en julio de 2008.

Resumen Financiero — Celulosa Arauco y Constitucion S.A. celar-lc

	LTM				
	sep. 30, 2013	2012	2011	2010	2009
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	1.130.964	848.184	1.322.770	1.471.823	729.468
EBITDAR	1.130.964	848.184	1.322.770	1.471.823	729.468
Margen de EBITDA (%)	22,3	19,8	30,2	38,9	23,4
Margen de EBITDAR (%)	22,3	19,8	30,2	38,9	23,4
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	9,3	5,9	11,1	15,5	8,2
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	7,6	(7,8)	(0,9)	9,1	10,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	12,8	4,0	17,7	20,5	9,5
<b>Coberturas (x)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	4,7	3,0	6,6	9,0	5,2
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	4,8	3,6	7,6	8,3	4,8
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	4,8	3,6	7,6	8,3	4,8
EBITDA/Servicio de Deuda	1,7	0,8	3,1	2,0	1,1
EBITDAR/Servicio de Deuda	1,7	0,8	3,1	2,0	1,1
FGO/Cargos Fijos	4,7	3,0	6,6	9,0	5,2
FFL/Servicio de Deuda	0,9	(0,1)	0,3	0,7	0,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	1,7	0,3	1,0	2,1	1,5
FGO/Inversiones de Capital	2,2	0,8	1,3	1,8	2,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Total Ajustada/FGO	4,4	7,0	2,9	2,2	4,1
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,7	5,2	2,4	2,4	4,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,2	4,7	2,2	1,7	3,7
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	4,3	5,9	2,5	2,4	4,4
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	3,8	5,4	2,3	1,7	3,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,2	10,6	10,8	10,2	9,5
<b>Balance</b>					
Total Activos	13.581.726	13.551.186	12.457.722	12.506.332	11.415.772
Caja e Inversiones Corrientes	543.694	395.716	315.901	1.043.834	534.199
Deuda Corto Plazo	439.931	817.782	258.777	563.882	524.909
Deuda Largo Plazo	3.772.558	3.606.310	2.969.015	2.909.429	2.678.010
Deuda Total	4.212.489	4.424.092	3.227.792	3.473.311	3.202.919
Deuda Fuera de Balance	652.000	556.000	117.500		
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.864.489	4.980.092	3.345.292	3.473.311	3.202.919
Total Patrimonio	7.097.708	6.965.759	7.030.150	6.840.575	6.382.433
Total Capital Ajustado	11.962.197	11.945.851	10.375.442	10.313.886	9.585.352
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo de Caja Operativo (FCO)	890.083	461.271	982.237	1.137.275	751.025
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Inversiones de Capital	(407.100)	(600.152)	(730.688)	(632.192)	(275.151)
Dividendos	(96.131)	(196.816)	(291.512)	(158.781)	(135.175)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	386.852	(335.697)	(39.963)	346.302	340.699
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(398.739)	(410.625)	(426.729)	(51.536)	(377.572)
Otras Inversiones, Neto	299.705	(16.262)	(51.440)	14.314	(64.568)
Variación Neta de Deuda	(107.149)	860.047	(187.686)	191.122	435.432
Variación Neta del Capital					
Otros (Inversión y Financiación)	(17.362)	(14.869)	(22.115)	9.433	32.900
Variación de Caja	163.307	82.594	(727.933)	509.635	366.891
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	5.077.805	4.280.302	4.374.495	3.788.354	3.113.045
EBIT	724.194	516.018	756.891	966.668	322.635
Intereses Financieros Brutos	236.829	233.703	173.709	177.337	152.343
Resultado Neto	454.188	140.471	620.786	700.749	304.596

Source: Company Report.

**Categorías de Clasificación de Largo Plazo**

**Categoría AAA:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría AA:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría A:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría BBB:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría BB:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

**Categoría B:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

**Categoría C:** Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

**Categoría D:** Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

**Categoría E:** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

“+” o “-”: Las clasificaciones entre AA y B pueden ser modificadas al agregar un símbolo ‘+’ (más) o ‘-’ (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

**Categorías de Clasificación de Corto Plazo**

**Nivel 1 (N1(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posi-

bles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 2 (N2(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 3 (N3(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 4 (N4(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N1(cl), N2(cl), N3(cl).

**Nivel 5 (N5(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

**Categorías de Clasificación de Títulos Accionarios**

**Primera Clase Nivel 1:** Títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 2:** Títulos accionarios que presentan una muy buena combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 3:** Títulos accionarios que presentan una adecuada combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 4:** Títulos accionarios que presentan una aceptable combinación de solvencia y liquidez bursátil. A modo de aclaración, las acciones clasificadas en Nivel 4 corresponden a compañías que presentan un nivel de solvencia en torno al grado de inversión o una muy baja o nula liquidez bursátil. Asimismo, se clasifican en Nivel 4 aquellas acciones que por haberse comenzado a transar recientemente en Bolsa, cuentan con una historia bursátil inferior a un año.

**Segunda Clase Nivel 5:** Títulos accionarios que presentan una riesgosa / inadecuada posición de solvencia.

**Categoría E:** Aquellas compañías que no presentan información suficiente para evaluar su calidad crediticia.

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las Bolsas de Valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2012 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone:

1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings, Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion is based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.



# Celulosa Arauco y Constitucion S.A.

Arauco

## Analisis de Riesgo

Ratings  
Celulosa Arauco y Constitución S.A.

Moneda Extranjera  
IDR BBB  
Deuda Senior BBB

**Moneda Local**  
IDR BBB

**Escala Nacional**  
Rating de Largo Plazo AA-(cl)  
Líneas de Bonos N° 544 AA-(cl)  
Líneas de Bonos N° 545 AA-(cl)  
Líneas de Bonos N° 587 AA-(cl)  
Líneas de Bonos N° 587 AA-(cl)

**Alto Parana S.A.**

**Moneda Extranjera**  
IDR BBB  
Lineas de Bonos BBB

**Outlooks**  
IDR Moneda Extranjera Stable  
IDR Moneda Local Stable  
Escala Nacional Stable

IDR – Issuer default rating.

Resumen Financiero

Celulosa Arauco y Constitucion S.A.

(USD Millones.)	09/30/12	12/31/12
Ingresos	5.077	4.280
EBITDA	1.130	848
Caja y Valores Negociables	543	395
Deuda Total	4.212	4.424
Deuda Total/EBITDA	3,7	5,2
Deuda Neta/EBITDA	3,2	4,7

Metodología de Clasificación de  
Empresas, Julio 03, 2013  
Vinculo de Clasificación Matriz y  
Subsidiaria, Julio 03, 2013

### Analistas

Joe Bormann, CFA  
+1 312 368-3349  
[joe.bormann@fitchratings.com](mailto:joe.bormann@fitchratings.com)

Monica Coeymans  
+56 2499-3314  
[monica.coeymans@fitchratings.com](mailto:monica.coeymans@fitchratings.com)

## Fundamentos

### Solida posición de negocios

Arauco es el segundo mayor productor de celulosa a nivel mundial y tiene una de las menores estructuras de costos de la industria, lo que le permite generar sólidos flujos de caja operacionales durante períodos de mercados deprimidos. La ventaja competitiva en costos de Arauco es vista como sostenible debido a sus plantaciones forestales productivas. Las ventajas forestales de la compañía se ven potenciadas por sus modernas instalaciones, autosuficiencia energética y bajos costos de transporte debido a la cercanía de sus plantaciones, plantas y puertos.

### Mejora gradual de indicadores crediticios

Arauco ha mejorado gradualmente sus indicadores crediticios luego de adquisiciones – principalmente en el negocio de paneles - financiadas con deuda durante el 2012. Al 30 de septiembre de 2013, el indicador deuda neta/EBITDA fue 3,2 veces (x), mientras que su indicador deuda ajustada neta/EBITDA fue 3,8x. Estos indicadores, aunque continúan altos para la categoría, se comparan con 4,7x y 5,4x, respectivamente al 31 de diciembre de 2012. Los ratings consideran la expectativa de Fitch que Arauco será capaz de continuar reduciendo sus niveles de endeudamiento en términos de deuda neta/EBITDA a alrededor de 3,2x hacia fines de 2013 y bajo 2,5x durante 2015.

### Arauco mantiene una sólida posición de liquidez

La deuda ajustada de Arauco hacia fines de septiembre fue USD4,8 mil millones. Estos niveles de deuda incluyen USD650 millones de deuda que Arauco garantiza en su Joint Venture Montes del Plata. La posición de liquidez de Arauco es sólida con USD543 millones en caja y equivalentes. Las amortizaciones de deuda suman USD166 millones durante 2013, USD480 millones durante 2014 y USD512 millones durante 2015. Durante julio 2013 Arauco refinanció parte de sus vencimientos de deuda a través de un crédito bancario con vencimiento en 2016. La compañía espera reducir gradualmente su nivel de endeudamiento. Fitch proyecta que la deuda neta de Arauco debería disminuir en cerca de USD200 millones a USD3,6 mil millones hacia fines de 2013.

### Importantes activos forestales

Una consideración clave que continúa sustentando las clasificaciones de Arauco a pesar de las debilidades del ciclo de la celulosa son sus importantes activos forestales. La compañía tiene cerca de 1,7 millones de hectáreas forestales en Chile, Brasil, Argentina y Uruguay. Las plantaciones forestales han sido desarrolladas en cerca de 1,0 millón de hectáreas. Mientras que la compañía no intente monetizar estas plantaciones, el valor de los terrenos y activos biológicos es cerca de USD4,5 mil millones.

### SENSIBILIDAD DE LA CLASIFICACIÓN

Una acción de rating negativa podría ocurrir por un cambio en la filosofía de la administración en términos de estructura de capital óptima; un debilitamiento material de la estructura de capital de la compañía también podría resultar en una baja en la clasificación, o un Rating Outlook Negativo. Una mejora en la clasificación no es probable debido a la debilidad en el mercado de la celulosa y



la incertidumbre sobre numerosos potenciales nuevos proyectos de plantas de celulosa en Latinoamérica, aparte de los mencionados anteriormente.

## Eventos Recientes

### **Proyecto de celulosa en Uruguay Montes del Plata**

Montes del Plata es un 50/50 joint venture entre Arauco y Stora Enso. La planta tiene una capacidad de 1,3 millones de toneladas de celulosa de fibra corta y se estima que comenzará operaciones durante los primeros meses de 2014. El proyecto cuenta con 221.000 hectáreas de terrenos forestales en Uruguay, de los cuales 133.000 hectáreas están plantadas.

Dependiendo de las condiciones de mercado, la planta podría generar un EBITDA anual entre USD175 millones y USD300 millones. La inversión total fue USD2 mil millones, financiada con una combinación de USD1,3 mil millones de deuda y capital. Durante los primeros nueve meses de 2013, Arauco hizo un aporte de capital por USD76 millones, USD145 millones durante 2012 y USD177 millones durante 2011. Al 30 de septiembre de 2011, Arauco firmó un acuerdo para garantizar el 50% de la deuda de Montes del Planta: IDB Facility Agreement por USD454 millones y Finnvera Guaranteed Facility Agreement por USD900 million. Al 30 de septiembre de 2013 Arauco garantiza USD652 millones.

### **Fuerte crecimiento en capacidades de paneles durante 2012 y 2013.**

Arauco es el tercer mayor productor de paneles a nivel global. En febrero de 2013 comenzó operaciones la planta de paneles MDF Jaguariaiva con una inversión por USD166 millones y 500.000 metros cúbicos de capacidad. Reconstrucción de la planta plywood de Nueva Aldea luego de un incendio. La inversión fue por USD150 millones con una capacidad por 350.000 metros cúbicos. La planta comenzó operaciones durante 2013.

En septiembre de 2012 Arauco compró un 100% de participación en Flakeboard, productor de panels canadiense por USD242.5 millones. Flakeboard tiene siete plantas en Canada y una en U.S.A. con una capacidad agregada de 1,2 millones de metros cúbicos de MDF y 1,1 millón de metros cúbicos de tableros de partículas y 180.000 metros cúbicos de melamina. Durante 2012, Arauco también compró Moncure por USD56 millones más USD6 millones en capital de trabajo. Las instalaciones incluyeron una planta de MDF y HDF con una capacidad de producción anual de 330.000 metros cúbicos, una línea de producción de tableros de partículas con una capacidad de 270.000 metros cúbicos y dos líneas de producción de melamina. Planta de paneles en Teno comenzó operaciones durante el primer semestre de 2012 con una capacidad de 300.000 metros cúbicos y una inversión por USD150 millones.

• Type Text Here

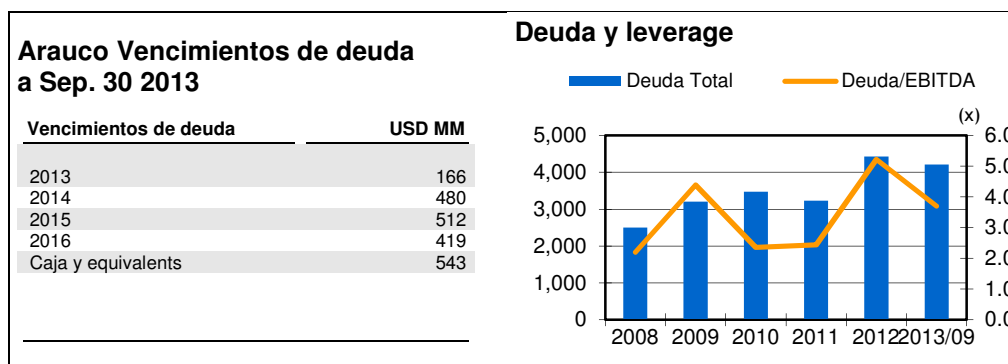
Related Criteria

Perfil Financiero

Liquidez y Estructura de Endeudamiento

Al 30 de septiembre de 2013 Arauco mantenía una deuda ajustada total de USD4,8 mil millones, bajando desde los USD4,9 mil millones al 31 de diciembre de 2012. La deuda ajustada al 30 de septiembre de 2013 incluye los USD652 millones de deuda que garantiza de su *joint venture* Montes del Plata (USD555 millones a diciembre 2012). La deuda de Montes del Plata garantizada por Arauco debería alcanzar su máximo a fines de 2013 (USD677 millones), una vez que termine la construcción de la planta. Se espera que Arauco disminuya los niveles de endeudamiento durante 2014 a través de un enfoque de inversión más conservador, una mayor generación de flujo del negocio de paneles y de la entrada en operaciones de la nueva planta de celulosa en Uruguay, Montes del Plata. Arauco debería alcanzar un indicador deuda neta/EBITDA en torno a 3,2x hacia fines de 2013 y bajo 2,5x durante 2015.

Arauco mantiene una estructura de capital adecuada con la categoría *investment grade*. Arauco obtiene financiamiento principalmente de los mercados de capitales. Al 30 de septiembre de 2013 la deuda de Arauco alcanza los USD4,2 mil millones, de los cuales USD3,7 mil millones se encuentran en el largo plazo. Arauco se financia principalmente a través de los mercados de capitales internacionales con bonos internacionales por USD2,1 mil millones y bonos locales denominados en UF por USD891 millones. El calendario de vencimientos es manejable con vencimientos por USD166 millones para lo que resta del año 2013, USD480 millones en 2014, USD512 millones en 2015 y USD419 millones en 2016. La posición de liquidez de Arauco es sólida con USD543 millones en caja y equivalentes.



Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Durante los últimos 12 meses (LTM) terminados al 30 de septiembre de 2013, Arauco generó USD1,1 mil millones de EBITDA, aumentando con respecto a los USD848 millones el año 2012. La mayor generación EBITDA se debe principalmente a un mayor EBITDA del negocio de paneles tras las adquisiciones realizadas durante el año 2012, que permitieron aumentar 63% el volumen de ventas de tableros, alcanzando los 3,9 millones de metros cúbicos; seguido por un mayor EBITDA del segmento celulosa tras una mejor dinámica de precios.

Hacia fines del 2013 Arauco debería mantener esta tendencia. Para 2013 y 2014, el EBITDA de Arauco debería continuar mejorando debido a una perspectiva favorable en el negocio de paneles y madera aserrada, que se debería beneficiar del crecimiento en Latinoamérica y la gradual mejora del mercado inmobiliario en Estados Unidos. En el segmento de celulosa, los precios se espera

que se mantengan débiles durante 2014 debido a capacidad adicional que será agregada en Latinoamérica. Además de Montes del Plata, una nueva planta en Brasil – Maranhao – debería comenzar operaciones hacia fines de 2013 o 2014 con 1,5 millones de toneladas anuales.

Durante el periodo de 9 meses a septiembre de 2013, Arauco ha invertido USD372 millones, donde destaca el aporte de capital en Montes del Plata por USD76 millones. También incluye el término de la planta plywood de Nueva Aldea y Jaguariba en Brasil. El financiamiento ha sido con el flujo de caja de la compañía. Durante el periodo Arauco pagó dividendos por USD76 millones, a la vez que refinanció vencimientos de bonos por USD300 millones con un crédito bancario de mediano plazo en julio de 2013 con vencimiento en 2016.

Los indicadores deuda neta/EBITDA y deuda Ajustada/EBITDA mejoraron a 3,2x y 3,8x, respectivamente al 30 de septiembre de 2013, desde 4,7x y 5,4x, respectivamente al 30 de diciembre de 2012. Fitch espera que Arauco será capaz de continuar reduciendo sus niveles de endeudamiento en términos de deuda neta/EBITDA a bajo 2,5x durante 2015.

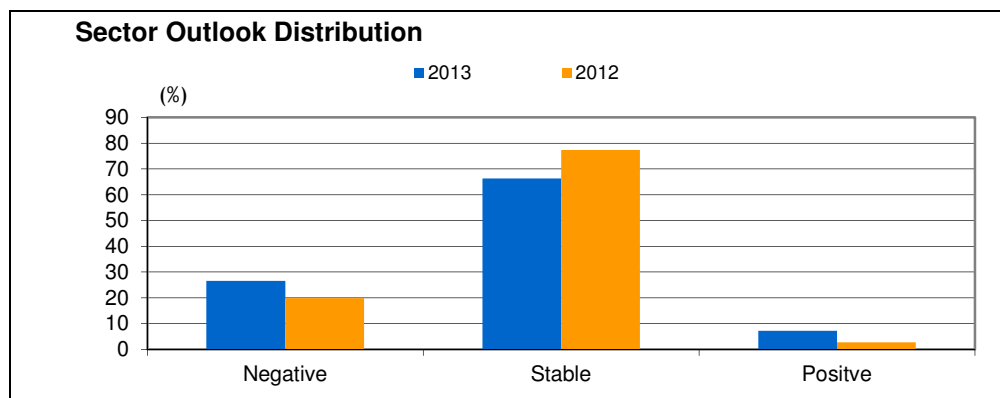
Los principales factores en reducir los niveles de endeudamiento son un enfoque más conservador a CAPEX, mayor generación de flujo de caja en el negocio de paneles y la entrada de operaciones de la nueva planta de celulosa en Uruguay, Montes del Plata. Arauco mantiene el 50% de Montes del Plata, que tendrá 1,3 millones de toneladas de capacidad anual de celulosa de fibra corta, y comenzará operaciones hacia fines de 2013 y principios de 2014. La planta aumentará el EBITDA entre USD175 millones y USD300 millones anuales, dependiendo de los niveles de precio de la celulosa.

## Industria

### Peer Group Analysis

	Arauco.	CMPC .	Fibria	Masisa .
LTM as of	LTM2013	12-31-2012	12-31-2012	12-31-2012
Long-term IDR	BBB	BBB+	BB+	BB
Outlook	ROS	ROS	ROP	ROS
<b>Financial Statistics</b>				
EBITDA	1.131	914	1.171	292
EBITDA Margin (%)	22,3	18,6	39,3	19,4
<b>Credit Metrics (x)</b>				
Net Adjusted Debt/EBITDA	3,8	3,4	3,0	2,3

YoY – Year over year.



## Peer Group

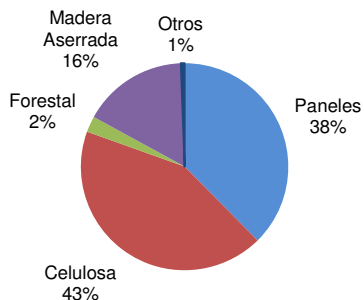
Issuer	Country
<b>BBB+</b>	
Empresas CMPC S.A.	Chile
<b>BB+</b>	
Fibra Celulose S.A.	Brazil
<b>BB</b>	
Masisa S.A.	Chile
<b>BB-</b>	
Suzano Papel e Celulose S.A.	Brazil

## Issuer Rating History

Date	LT IDR (FC)	Outlook/Watch
oct. 10, 2013	BBB	Stable
oct. 11, 2012	BBB	Stable
jun. 8, 2012	BBB+	RWN
may. 16, 2012	BBB+	Stable
may. 26, 2011	BBB+	Stable
may. 27, 2010	BBB+	Stable
mar. 19, 2009	BBB+	Stable
ene. 29, 2008	BBB+	Stable
feb. 1, 2007	BBB+	Stable
abr. 24, 2006	BBB+	Stable
ene. 20, 2006	BBB+	Stable
jun. 9, 2005	BBB+	Stable
abr. 1, 2005	BBB+	Positive
jun. 30, 2003	BBB+	Stable
may. 7, 2003	BBB+	Stable
ago. 31, 2001	BBB+	Stable
jun. 6, 2001	BBB+	Stable
ago. 23, 1995	BBB+	Stable

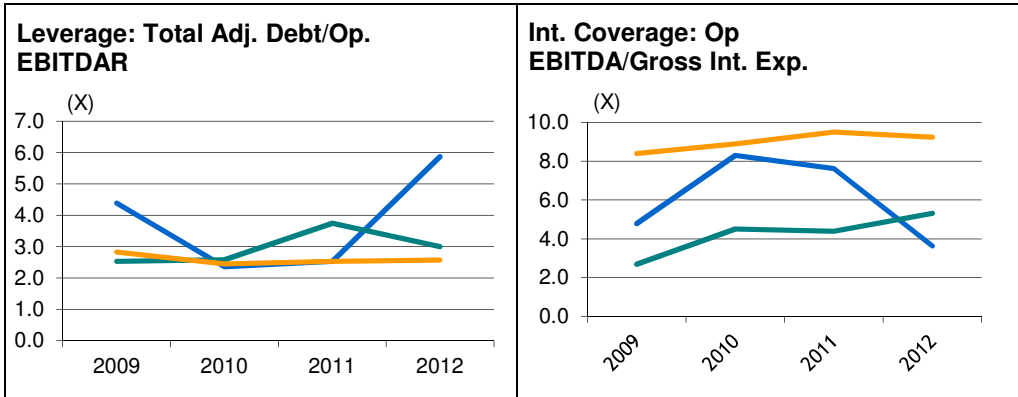
"RW" denotes Rating Watch

## Composicion Ventas 3Q2013

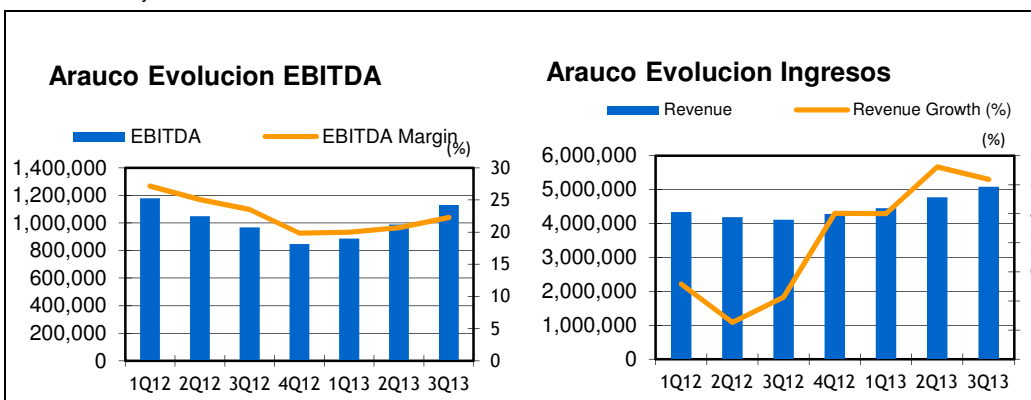


Fuente: Arauco

## Indicadores Crediticios



Celulosa Arauco y Constitucion S.A. — Nat. Resources US Median — BBB US Medians —  
Fuente: Arauco y Fitch.



## Perfil

Empresas Copec, S.A. (Copec) es propietaria de un 99,9% de Arauco. Copec también opera en la distribución de combustibles, generación de energía y pesca. AntarChile S.A. (AntarChile) es propietario directo e indirecto de un 60,82% de Copec. AntarChile, a su vez, es un 74,29% propiedad del Grupo Angelini, encabezado por Roberto Angelini. Copec cuenta con IDRs en moneda extranjera y local en categoría 'BBB', y una clasificación de solvencia en escala nacional en categoría 'AA-'(cl). Las clasificaciones de Copec y Arauco han sido ligadas a la participación de Copec, que esencialmente es propietaria de todas las acciones de Arauco, así como a su habilidad para influenciar los dividendos.

## Divisiones

### División Forestal

Arauco es el propietario más importante de terrenos forestales en el Cono Sur, con 1,5 millones de hectáreas ubicadas en Chile, Argentina, Uruguay y Brasil. La compañía ha desarrollado más de 1 millón de hectáreas de terrenos, adaptándolas para plantaciones forestales. Las variedades de pino radiata y taeda representan casi el 80% de estas plantaciones. En Uruguay, a través de su joint venture con Stora Enso, Arauco tiene 220.000 hectareas de terrenos forestales, de los cuales 133.000 hectareas están plantadas.

El pino radiata que crece en las plantaciones chilenas está entre los más productivos del mundo, alcanzando la madurez para trozos pulpables luego de 16 años y para madera aserrable luego de

25 años. Estas tasas de cosecha contrastan fuertemente con las edades de cosecha entre 18 y 45 años para madera pulpable y entre 50 y 150 años para rollizos aserrados en el Hemisferio Norte. Los pinos taeda de Arauco (árboles de fibra larga) y los eucaliptos (árboles de fibra corta) también crecen con rapidez, alcanzando su madurez para propósitos de producción de celulosa en 18 años y 12 años, respectivamente. La ventaja de crecimiento de la que se beneficia la compañía es resultado de las favorables condiciones climáticas y de suelos existentes en las regiones en las que Arauco tiene terrenos. Esta ventaja comparativa se traduce en que Arauco requiera menos terreno forestal que sus competidores, y también en que sus plantas se ubiquen más cerca de sus bosques.

**Capacidad instalada paneles (miles de m3/año)**

	Chile	Argentina	Brasil	Norteamérica	Total	<b>Celulosa</b>
MDF	520	305	685	1.530	2.660	Arauco es el
PB	-	260	560	1.370	2.570	segundo
Terciados	805	-	-	-	805	mayor
Hardboard	60	-	-	-	60	productor de
<b>TOTAL</b>	<b>1.385</b>	<b>565</b>	<b>1.245</b>	<b>2.900</b>	<b>6.095</b>	celulosa en el
% sobre el total	23%	9%	20%	47%	100%	mundo. La

La compañía es propietaria y opera cinco plantas ubicadas en Chile. En conjunto, estas plantas representan una capacidad de producción anual de aproximadamente 2,8 millones de toneladas de celulosa. En Argentina, Arauco es propietario y opera una planta de celulosa (Alto Paraná) con una capacidad de 350.000 toneladas. Todas estas plantas, con la excepción de Constitución producen celulosa blanqueada de fibra larga (BSKP) o celulosa de eucaliptos blanqueada (Bleached Eucalyptus Kraft Pulp - BEKP). La planta Constitución produce cerca de 300.000 toneladas de celulosa sin blanquear de fibra larga (Unbleached Softwood Kraft Pulp - USKP) al año.

Arauco es un fuerte competidor en la fragmentada industria de la celulosa, debido a que cuenta con acceso a fibra de bajo costo y a la ventaja que representa su baja estructura de costos de producción. En comparación con los productores de celulosa blanqueada de fibra larga ubicados en el Hemisferio Norte, que cuentan con un *cash cost* de producción de aproximadamente USD430–USD630 por tonelada métrica de celulosa, Arauco puede producir BSKP por cerca de USD390 por tonelada. Como resultado de su fuerte posición competitiva, Arauco ha sido capaz de generar flujos de caja positivos durante los periodos de baja en el ciclo de la celulosa.

**Madera Aserrada**

Arauco es el mayor productor de madera aserrada en el Hemisferio Sur. Arauco opera nueve aserraderos en Latinoamérica, con una capacidad de producción de 2,8 millones de metros cúbicos. Ocho de estos aserraderos se ubican en Chile y uno en Argentina. Además de estos aserraderos, la compañía también es propietaria de cinco plantas de remanufactura donde la madera es procesada en productos con valor agregado, tales como molduras para techos y sillas, paneles con uniones encoladas, y productos laminados.

**Paneles**

Mediante crecimiento orgánico y adquisiciones, Arauco ha creado una importante presencia en paneles. Durante 2012 y 2013, Arauco ha aumentado su capacidad de producción a 6,3 millones de metros cúbicos, desde 3,7 millones de metros cúbicos.

Actualmente, la compañía es dueña de plantas de MDF, de aglomerados y de madera terciada y una planta de paneles de alta densidad. Estas plantas se ubican en Chile, Argentina, Brasil, Canada y Estados Unidos. Arauco tiene un 35% de participación en el mercado norteamericano de paneles MDF.



El negocio de paneles de Arauco ha beneficiado del crecimiento económico en Latinoamérica, así como de la mejora gradual del mercado inmobiliario en EEUU. La consolidación de 12 meses de operaciones de las recientes adquisiciones de Arauco – Moncure y Flakeboard – debería aumentar el nivel base de EBITDA en más de USD100 millones. El negocio de paneles es un complemento natural para las operaciones en celulosa y aserraderos que mantiene la compañía, puesto que usa la fibra que se desecha durante estos dos procesos.

### Características de los Instrumentos

#### Líneas de Bonos N°544 y N°545

En julio de 2008, Arauco inscribió ante la SVS dos líneas de bonos, cada una por un monto de UF10 millones y plazos de vencimiento de 10 años y 30 años. Asimismo, se estableció que la suma de las emisiones de bonos que se realicen con cargo a ambas líneas, no podrá exceder en conjunto los UF10 millones.

El 6 de noviembre de 2008, la compañía colocó las series E y F con cargo a las líneas N°544 y N°545, respectivamente, por un total de UF6 millones. Posteriormente, el 18 de marzo de 2009 Arauco colocó la serie H con cargo a la línea N°544 por un monto de UF2 millones, y la serie F con cargo a la línea N°545 por un valor de UF2 millones. Las líneas no cuentan con garantías específicas y el uso de fondos fue financiamiento de inversiones y refinanciamiento de pasivos.

Entre las principales obligaciones y limitaciones contempladas se encuentran:

- Mantener un nivel de endeudamiento consolidado máximo de 1,20x. Donde Endeudamiento = (Deuda Financiera – Caja y Valores Líquidos) / (Patrimonio + Interés Minoritario), y la cuenta Caja y Valores Líquidos incluye los pactos financieros. Asimismo, se considerará como pasivo financiero el monto de avales, fianzas u otras garantías otorgadas por el emisor o sus filiales a favor de terceros.
- El emisor o cualquiera de sus filiales no podrán garantizar ninguna obligación con activos relacionados a bosques y plantas industriales, a menos que dichas garantías respalden también los bonos en forma igualitaria. Sin embargo, el emisor y sus filiales podrán garantizar obligaciones siempre que el monto de dichas deudas no exceda en conjunto del 15% de los activos netos tangibles consolidados al momento en que dicha deuda sea asumida.

Además, se incluyen cláusulas de *cross default* y *cross acceleration* para obligaciones del emisor y sus filiales que sumadas superen los US\$40 millones.

#### Líneas de Bonos

	N°544	N°545	
Plazo máximo de la línea	10 años	30 años	
Monto de la línea	UF 10 MM	UF 10 MM	
<b>Bonos</b>	<b>Serie E</b>	<b>Serie H</b>	<b>Serie F</b>
Monto colocado	UF 1 MM	UF 2 MM	UF 7 MM
Plazo emisión	6 años	5 años	21 años
Tasa carátula	4,00%	2,25%	4,25%
N° Bonos / Valor bono	2.000 / UF500	8.000 / UF500	10.000 / UF500
Amortización	semestral	bullet	semestral
primera	30/04/2012	---	30/04/2019
ultima	30/10/2014	01/03/2014	30/10/2029
Rescate Anticipado	30/10/2011	01/03/2011	30/10/2014

**Líneas de Bonos N° 587 y N°588**

En junio de 2009, Arauco inscribió ante la SVS dos líneas de bonos, las líneas N° 587 y N° 588, cada una por un monto de UF20 millones y plazos de vencimiento de 10 años y 30 años respectivamente. Asimismo, se estableció que la suma de las emisiones de bonos que se realicen con cargo a ambas líneas, no podrá exceder en conjunto los UF20 millones. El 23 de agosto de 2010 se colocó la serie J con cargo a la línea N°588 por UF 5 millones a 10 años plazo. El 23 de Noviembre de 2011, Arauco colocó con cargo a la Línea N°588 la serie P por UF 5 millones a 21 años plazo. La línea N°587 tiene el plazo de colocación vencido.

Las líneas no cuentan con garantías específicas y el uso de fondos fue el refinanciamiento de pasivos. Los covenants de las líneas son similares a los establecidos en los contratos de las líneas N°544 y N°545 inscritas en julio de 2008.

Resumen Financiero — Celulosa Arauco y Constitucion S.A. celar-lc

	LTM				
Rentabilidad	sep. 30, 2013	2012	2011	2010	2009
EBITDA	1.130.964	848.184	1.322.770	1.471.823	729.468
EBITDAR	1.130.964	848.184	1.322.770	1.471.823	729.468
Margen de EBITDA (%)	22,3	19,8	30,2	38,9	23,4
Margen de EBITDAR (%)	22,3	19,8	30,2	38,9	23,4
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	9,3	5,9	11,1	15,5	8,2
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	7,6	(7,8)	(0,9)	9,1	10,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	12,8	4,0	17,7	20,5	9,5
<b>Coberturas (x)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	4,7	3,0	6,6	9,0	5,2
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	4,8	3,6	7,6	8,3	4,8
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	4,8	3,6	7,6	8,3	4,8
EBITDA/Servicio de Deuda	1,7	0,8	3,1	2,0	1,1
EBITDAR/Servicio de Deuda	1,7	0,8	3,1	2,0	1,1
FGO/Cargos Fijos	4,7	3,0	6,6	9,0	5,2
FFL/Servicio de Deuda	0,9	(0,1)	0,3	0,7	0,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	1,7	0,3	1,0	2,1	1,5
FGO/Inversiones de Capital	2,2	0,8	1,3	1,8	2,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Total Ajustada/FGO	4,4	7,0	2,9	2,2	4,1
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,7	5,2	2,4	2,4	4,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,2	4,7	2,2	1,7	3,7
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	4,3	5,9	2,5	2,4	4,4
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	3,8	5,4	2,3	1,7	3,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,2	10,6	10,8	10,2	9,5
<b>Balance</b>					
Total Activos	13.581.726	13.551.186	12.457.722	12.506.332	11.415.772
Caja e Inversiones Corrientes	543.694	395.716	315.901	1.043.834	534.199
Deuda Corto Plazo	439.931	817.782	258.777	563.882	524.909
Deuda Largo Plazo	3.772.558	3.606.310	2.969.015	2.909.429	2.678.010
Deuda Total	4.212.489	4.424.092	3.227.792	3.473.311	3.202.919
Deuda Fuera de Balance	652.000	556.000	117.500		
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.864.489	4.980.092	3.345.292	3.473.311	3.202.919
Total Patrimonio	7.097.708	6.965.759	7.030.150	6.840.575	6.382.433
Total Capital Ajustado	11.962.197	11.945.851	10.375.442	10.313.886	9.585.352
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo de Caja Operativo (FCO)	890.083	461.271	982.237	1.137.275	751.025
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Inversiones de Capital	(407.100)	(600.152)	(730.688)	(632.192)	(275.151)
Dividendos	(96.131)	(196.816)	(291.512)	(158.781)	(135.175)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	386.852	(335.697)	(39.963)	346.302	340.699
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(398.739)	(410.625)	(426.729)	(51.536)	(377.572)
Otras Inversiones, Neto	299.705	(16.262)	(51.440)	14.314	(64.568)
Variación Neta de Deuda	(107.149)	860.047	(187.686)	191.122	435.432
Variación Neta del Capital					
Otros (Inversión y Financiación)	(17.362)	(14.869)	(22.115)	9.433	32.900
Variación de Caja	163.307	82.594	(727.933)	509.635	366.891
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	5.077.805	4.280.302	4.374.495	3.788.354	3.113.045
EBIT	724.194	516.018	756.891	966.668	322.635
Intereses Financieros Brutos	236.829	233.703	173.709	177.337	152.343
Resultado Neto	454.188	140.471	620.786	700.749	304.596

Source: Company Report.

**Categorías de Clasificación de Largo Plazo**

**Categoría AAA:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría AA:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría A:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría BBB:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría BB:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

**Categoría B:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

**Categoría C:** Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

**Categoría D:** Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

**Categoría E:** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

“+” o “-”: Las clasificaciones entre AA y B pueden ser modificadas al agregar un símbolo ‘+’ (más) o ‘-’ (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

**Categorías de Clasificación de Corto Plazo**

**Nivel 1 (N1(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posi-

bles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 2 (N2(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 3 (N3(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 4 (N4(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N1(cl), N2(cl), N3(cl).

**Nivel 5 (N5(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

**Categorías de Clasificación de Títulos Accionarios**

**Primera Clase Nivel 1:** Títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 2:** Títulos accionarios que presentan una muy buena combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 3:** Títulos accionarios que presentan una adecuada combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 4:** Títulos accionarios que presentan una aceptable combinación de solvencia y liquidez bursátil. A modo de aclaración, las acciones clasificadas en Nivel 4 corresponden a compañías que presentan un nivel de solvencia en torno al grado de inversión o una muy baja o nula liquidez bursátil. Asimismo, se clasifican en Nivel 4 aquellas acciones que por haberse comenzado a transar recientemente en Bolsa, cuentan con una historia bursátil inferior a un año.

**Segunda Clase Nivel 5:** Títulos accionarios que presentan una riesgosa / inadecuada posición de solvencia.

**Categoría E:** Aquellas compañías que no presentan información suficiente para evaluar su calidad crediticia.

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las Bolsas de Valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2012 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone:

1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings, Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion is based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.