

Alimentos, bebidas y
tabaco
República Dominicana
Análisis Crediticio

Cervecería Nacional Dominicana, C. por A.

Calificaciones

Tipo de Instrumento	Calificación
Calificación Nacional Largo Plazo	AA+(dom)
Calificación Nacional Corto Plazo	F-1+(dom)

Datos Financieros

CND		
(MM DOP)	30/09/07 9M	31/12/06
Activos Totales	26.062	27.427
Patrimonio	7.666	5.727
Ingresos	11.042	16.550
EBITDA	3.902	5.384
Deuda Total	14.822	14.424

Analistas

Hilario Ramírez
+58 212 2863232
hilario.ramirez@fitchratings.com

Jorge Yanes
+58 212 2863844
jorge.yanes@fitchratings.com

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a Cervecería Nacional Dominicana, C por A. (CND) reflejan el sólido posicionamiento de la empresa en los mercados de cerveza y malta en República Dominicana, con una participación de mercado de 93% y 62%, respectivamente.
- De igual forma, debe destacarse la amplia red de distribución de la empresa que consta con 9 centros de distribución esparcidos a lo largo del país, a través de los cuales se realiza en forma directa un 70% de sus ventas, siendo que el resto se lleva a cabo por medio de mayoristas independientes. A través de esta red, CND cubre cerca de 65.000 puntos de venta a nivel nacional, lo cual ha implicado el mantenimiento de una base muy atomizada de clientes.
- Igualmente debe destacarse la elevada generación de caja en operaciones por parte de la empresa, determinada por un conservador margen EBITDA y un adecuado manejo del capital del trabajo no financiero, lo cual le ha permitido cubrir su plan de inversiones y pago de dividendos manteniendo a su vez importantes niveles de efectivo.
- Asimismo las calificaciones incorporan la alta correlación del consumo de cerveza con el nivel de ingreso de la población, así como la elevada elasticidad precio de sus productos.
- Por otro lado, se tomó en consideración su vulnerabilidad al régimen impositivo que aplica a estas bebidas y su impacto en la demanda. De esta forma, a finales del año 2006 se llevó a cabo una modificación al esquema tributario aplicable al consumo de bebidas alcohólicas, siendo que el mismo mantiene a la cerveza sujeta a una mayor carga impositiva por litro con relación a otras bebidas alcohólicas, produciendo un importante descenso del consumo de esta bebida durante el año 2007.
- Durante el año 2007, la empresa llevó a cabo un proceso de reestructuración de la deuda a largo plazo suscrita a finales del AF06 dentro del proceso de reorganización de E. León Jimenes. Específicamente, la empresa realizó una emisión denominada en dólares a 7 años por 255 millones de dólares a una tasa de interés del 8% anual (actualmente su saldo se ubica en 205 millones de dólares), complementada por una emisión denominada en pesos dominicanos por el equivalente en dólares de 175 millones a 5 años con una tasa de interés del 16% anual. Este endeudamiento incrementó la relación de deuda total ajustada a EBITDA hasta 2,9 veces, reflejando una cobertura de gastos financieros relativamente baja, siendo que estas relaciones estuvieron adicionalmente afectadas por la reducción del EBITDA reflejo de la disminución de ingresos.
- La estrategia de la empresa estará enfocada en la reducción de costos y en el mantenimiento de un balance sólido, complementado con la política de mantener importantes inventarios de efectivo en moneda extranjera y realizar permutas de monedas a fin de cubrir el servicio de un año de la deuda en dólares.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

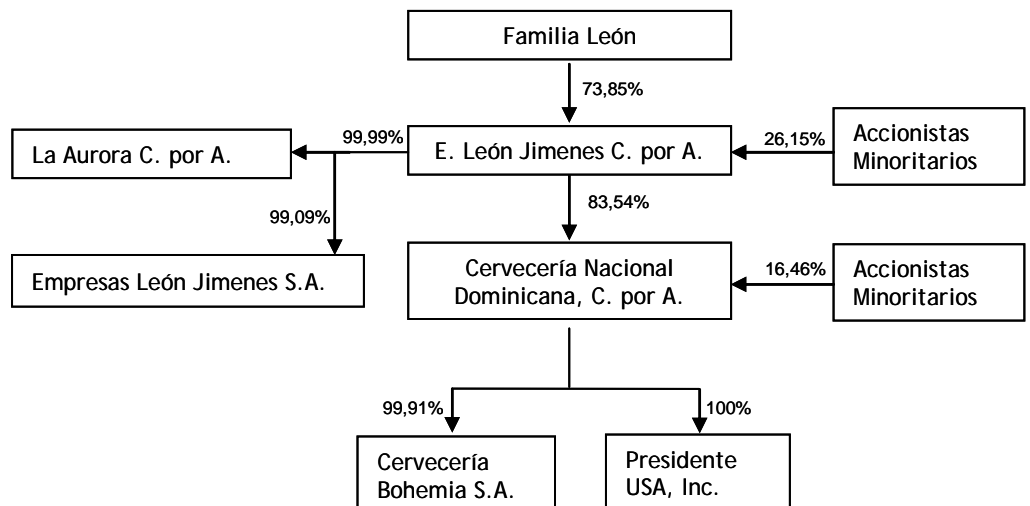
Las calificaciones asignadas a CND reflejan el sólido posicionamiento en el mercado de cervezas dominicano, su amplia red de distribución y su elevada capacidad de generación de caja en operaciones. Asimismo, las calificaciones también incorporan la sensibilidad del consumo de cerveza a cambios en el ingreso real del dominicano, así como a variaciones de su precio y esquema impositivo al consumo de bebidas alcohólicas en el país. Igualmente, las calificaciones toman en consideración los mayores aunque satisfactorios niveles de apalancamiento y la relativamente baja cobertura de gastos financieros.

Perfil

La empresa Cervecería Nacional Dominicana, C. por A. (CND) inició operaciones en el año 1929, siendo que seis años después introdujo su marca estandarte "Presidente". A lo largo de su historia la empresa ha contado con la asesoría y participación accionaria de compañías reconocidas mundialmente en los sectores de consumo masivo y cervecero como Phillips Morris y Heineken. CND forma parte del Holding E. León Jiménes (ELJ), uno de los grupos empresariales más grandes de República Dominicana, enfocado fundamentalmente en la fabricación y distribución de bebidas alcohólicas y de cigarrillos en el país.

Hasta finales del año 2006, Altria Group (Phillips Morris) mantenía una participación accionaria de 47,53% en ELJ, siendo que ambas empresas suscribieron un acuerdo de reorganización en cual ELJ entregaba su participación en el negocio de cigarrillos a Phillips Morris a cambio de la participación de ésta en ELJ. Adicionalmente, realizó un pago en efectivo por 427 millones de dólares para compensar la diferencia de valor entre los negocios de cerveza y de cigarrillos objeto de este canje.

Gráfico N° 1. Estructura de Propiedad de CND



Luego de esta reorganización, el 83,54% de las acciones de CND están poseídas por ELJ, siendo que la compañía cervecera holandesa Heineken mantiene el 9,3% del capital de la empresa.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma PriceWaterhouseCoopers, para los años fiscales finalizados el 31 de diciembre del período 2004-2006. Igualmente, se utilizaron los estados financieros preliminares correspondientes a los primeros 9 meses del año fiscal 2007, culminados el

30 de septiembre del año 2007. Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe fueron elaborados de acuerdo a los principios contables aplicables en la República Dominicana y no incluyen el efecto de la inflación.

Estrategia

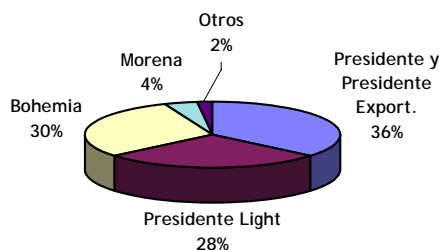
La estrategia de la empresa está orientada fundamentalmente al fortalecimiento del negocio cervecero a través del incremento del valor agregado de las marcas de la empresa, aunado a un fortalecimiento de las relación con los clientes a fin de mitigar las presiones competitivas. Adicionalmente, CND busca proporcionar un mayor desarrollo del mercado de exportación complementado con el reforzamiento de las relaciones con los socios internacionales de la empresa.

En términos financieros, la estrategia de CND estará enfocada en la reducción de costos y en el mantenimiento de un balance sólido, complementado con la política de mantener importantes inventarios de efectivo en moneda extranjera y realizar permutas de monedas a fin de cubrir el servicio de un año de la deuda en dólares.

Operaciones

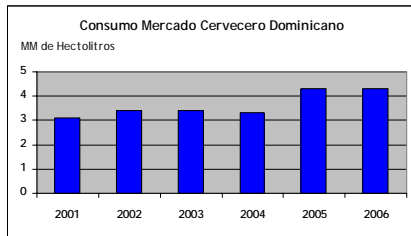
Los ingresos de la empresa provienen de la manufactura y comercialización de cervezas y maltas en la República Dominicana. Desde su fundación la empresa se ha enfocado en la incorporación de nuevas marcas a fin de alcanzar los diferentes segmentos del mercado. En la actualidad la empresa posee un amplio portafolio de productos dirigido a los diversos segmentos del mercado, teniendo por una parte, el segmento alto constituido por las marcas "Ambar" y la comercialización de la marcas importada "Miller". Por otro lado se encuentra el segmento medio constituido por las marcas "Presidente", "Presidente Light" y "The One"; así como, el segmento bajo constituido por la marca "Bohemia". Igualmente el portafolio de productos está constituido por las Maltas Morena y Lowenbrau, y por Smirnoff Ice.

Gráfico N° 2. Distribución de las ventas por marca (2006)



El diversificado portafolio de productos de la empresa le ha permitido mantener un posicionamiento de liderazgo en el mercado dominicano de cervezas (ver competencia) ya que cubre las necesidades de diversos segmentos de la población dentro de este mercado, en primer lugar en cuanto a nivel de ingresos, a través de la diferenciación de precios de sus marcas, así como por edades y gustos, donde la marca "Presidente Light" se dirige principalmente al segmento joven y las maltas al público adolescente e infantil.

En la actualidad la empresa mantiene asociaciones con reconocidas empresas cerveceras internacionales como SabMiller a través de las cuales CND comercializa las marcas de esta



empresa en República Dominicana y ésta a su vez realiza la comercialización de la marca "Presidente" en los Estados Unidos. Por otro lado, CND mantiene un convenio para la producción y comercialización de la malta Lowenbrau en la República Dominicana. Debe destacarse, que desde la década de los años 80, la empresa holandesa Heineken es accionista de CND.

CND posee actualmente una capacidad de producción de 4,4 millones de hectolitros de cerveza y malta, distribuida en dos plantas cuyos procesos cuentan con la certificación ISO 9001 e ISO 14000, siendo que las mismas se caracterizan por un elevado estándar de eficiencia productiva. De acuerdo a información proporcionada por la empresa, CND registra costos variables por hectolitro competitivos respecto al promedio de importantes empresas cerveceras internacionales.

El consumo de cerveza registra una alta correlación con los niveles de actividad económica y por ende con el ingreso real del dominicano, siendo que el volumen de ventas registra principalmente una elevada sensibilidad a los cambios en el nivel de actividad económica. Como consecuencia del incremento de la actividad económica en la República Dominicana durante la segunda mitad de la década de los años 90 y los años 2005 y 2006, el consumo de cerveza ha registrado una tasa de crecimiento compuesta anual de 7,4% en los últimos 10 años, destacando caídas puntuales en los años 2001 y 2003, reflejo del descenso de la actividad económica interna y del régimen impositivo. Este comportamiento ha producido que el mercado dominicano de cervezas se haya duplicado en los últimos 10 años, destacando que el mismo registra un consumo per cápita de 41,6 litros en el año 2007, posicionándose en el 4º lugar en Latinoamérica el cual es superado por países como Venezuela, México y Brasil.

Asimismo la demanda de cervezas muestra una elevada elasticidad precio, dado el relativamente menor poder adquisitivo del dominicano. En este sentido, la empresa, ha mantenido una política de precios conservadora orientada a realizar ajustes cercanos a la inflación, pudiendo ser inferior a ésta, en caso de deterioro de las condiciones económicas generales, con el fin de mitigar su sensibilidad al consumo.

Por otro lado, el régimen impositivo que aplica al consumo de bebidas alcohólicas es otro factor determinante de la demanda de cervezas en la República Dominicana. Durante el período comprendido entre los años 2004 y 2006, el esquema de impuestos que aplicaba al consumo de cerveza incluía una tasa específica que variaba de acuerdo al contenido alcohólico más un impuesto a las ventas (ITBIS) de 16%. Asimismo, a finales del año 2006 se llevó a cabo una modificación al esquema tributario que eliminó el proceso de ajuste (la tasa aplicada a la cerveza no continuará reduciéndose y la de las otras bebidas alcohólicas no seguirá aumentando) y, además, incorporó un nuevo impuesto ad valorem de 15% calculado sobre el precio de venta multiplicado por un factor de 1,2 veces, siendo que nuevamente a mediados del año 2007 la tasa ad valorem se redujo a 7,5%. De acuerdo con este último esquema impositivo, la cerveza se mantiene sujeta a un mayor impuesto por litro comparado con otras bebidas alcohólicas.

Esta mayor carga impositiva ha determinado el descenso de las ventas de cervezas de la empresa durante el año 2007. De esta manera, al cierre del mes de septiembre las ventas acumuladas de CND, medidas en hectolitros, registran un descenso anualizado de 22% con relación al año 2006 (afectado adicionalmente por factores estacionales), revirtiendo la tendencia creciente observada durante los años 2005 y 2006 (con 4,3 y 4,5 millones de hectolitros respectivamente), alcanzando 2,64 millones de hectolitros.

Dados los hábitos de consumo del dominicano y factores climáticos propios del país, la cerveza se ha mantenido como la bebida alcohólica preferida en la República Dominicana. De esta manera, de acuerdo a información suministrada por la empresa, a pesar del impacto adverso del cambio del régimen impositivo sobre el consumo de cerveza, ésta se

mantiene como la bebida alcohólica preferida, concentrando el 43% de la demanda de bebidas alcohólicas en el año 2007 (49% en el año 2006), seguida muy de cerca por el ron con 40% del mercado.

En cuanto a su red de distribución, la empresa cuenta con 9 centros de distribución esparcidos a lo largo del país, a través de los cuales se realiza en forma directa un 70% de sus ventas, siendo que el resto se lleva a cabo por medio de mayoristas independientes. A través de su red de distribución la empresa cubre cerca de 65.000 puntos de venta a nivel nacional, lo cual ha implicado que la empresa mantenga una base atomizada de clientes, donde los primeros 10 clientes representan sólo el 2% de sus ventas. Por otro lado, en términos geográficos, un 48% de las ventas se llevan a cabo en la zona de Santo Domingo y el resto en el interior del país, donde la zona del Cibao representa la segunda área de influencia concentrando un 17% de las mismas. Asimismo, debe destacarse que un 40% de las ventas se realizan de contado y el resto a crédito a un plazo entre 7 y 15 días.

CND ha incursionado en los mercados de exportación, principalmente en la costa este de los Estados Unidos ofreciendo la marca "Presidente" a la comunidad hispana radicada en ese país, así como en las Islas del Caribe. Las exportaciones totalizaron 23 millones de dólares en el 2006, representando el 4,6% de las ventas.

En lo referente a sus materias primas, la empresa sigue un minucioso proceso de procura de materias primas a fin de asegurarse el suministro y la calidad de las mismas. Para ello realiza semestralmente evaluaciones financieras y operativas de sus proveedores, en forma particular los de lúpulo y cebada, manteniendo contacto directo con los cosecheros de estos productos a fin de mantener la calidad requerida. Adicionalmente, dado que estos proveedores se ubican en el exterior y que el mercado de granos a nivel internacional ha registrado un importante aumento en precios en los últimos meses por el mayor consumo de los países asiáticos, la empresa suscribió convenios de suministro a plazo a fin de garantizar los volúmenes de materias primas a ser utilizados de acuerdo a sus planes de producción. Otro insumo estratégico lo constituyen las botellas, las cuales son adquiridas a través de procesos de licitación realizados anualmente, destacando que en la actualidad el 80% de las mismas son adquiridas a nivel local. Para el caso de los huacales plásticos, los convenios de suministro son a 7 años y son también provistos por empresas locales.

Competencia

CND mantiene actualmente un sólido posicionamiento en el mercado cervecero dominicano. A la fecha la empresa concentra un 93% del mercado de cerveza de la República Dominicana, siendo que el resto del mercado es cubierto prácticamente por la empresa Ambev a través, principalmente, de su marca "Brahma". Es de destacar que Ambev, ingresó en el sector cervecero dominicano en el año 2005 con precios similares al de la cerveza "Presidente" (marca clasificada dentro del segmento medio del mercado de CND), aún cuando en la actualidad su estrategia de penetración de mercado ha estado basada en el mantenimiento de precios bajos con relación a los de las marcas de más bajo precio de CND.

No obstante, CND desde su fundación ha mantenido un importante posicionamiento y diferenciación de su portafolio de productos. Lo anterior sumado a la introducción de nuevas marcas (ej. lanzamiento de "Presidente Light" en el año 2005) y a la importante inversión publicitaria son factores que pudieran mitigar las presiones competitivas por parte de su principal competidor.

En el caso del mercado de maltas, CND igualmente mantiene la posición de liderazgo concentrando un 62% del mismo, destacando que el resto del mercado es cubierto por la empresa Cervecería Vegana.

Desempeño Financiero

Durante el AF06, culminado el 31 de diciembre de 2006, las operaciones de CND estuvieron favorecidas por el mayor nivel de actividad económica en la República Dominicana, lo cual se reflejó en un incremento del volumen de ventas en 5% con relación al año 2005, determinando un crecimiento de los ingresos en 20% durante el período. Este mayor nivel de ingresos generó economías de escala que implicaron el crecimiento del margen EBITDA hasta 32,5%, un valor relativamente alto respecto a los estándares de la industria cervecera internacional.

Producto del proceso de reorganización llevado a cabo a nivel de ELJ (ver perfil) a finales del año 2006, CND realizó una inversión de 12.391 millones de pesos en acciones de su principal accionista a fin de proporcionarle recursos para la cancelación a Phillips Morris del pago por 427 millones de dólares derivados de la referida reorganización. Esta inversión fue financiada a través de la contratación de deuda financiera por un total de 14.424 millones de pesos. Como consecuencia, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se incrementó hasta 2,68 veces al cierre del año 2006.

Dado el conservador margen EBITDA y su adecuado manejo de capital de trabajo no financiero, CND registra una importante generación de flujo de caja en operaciones que le permite cubrir sus inversiones de capital y el pago de dividendos a sus accionistas, manteniendo una importante posición en efectivo y equivalentes. Como consecuencia, la empresa ha registrado históricamente un resultado financiero positivo.

Eventos Financieros Recientes

Durante el período de 9 meses del año fiscal 2007 (9MAF07), culminado el 30 de septiembre del año 2007, el volumen de ventas de la empresa fue afectado en forma adversa por la modificación del régimen tributario aplicable al consumo de cerveza que elevó el precio de este producto en un 30% con relación al año 2006, lo cual redujo el volumen de ventas en el mercado y ocasionando que los ingresos de la empresa se redujeran en 11% en términos anualizados con relación al AF06, aún cuando debe destacarse, que durante el tercer trimestre del año 2007 aumentaron en 3,4% respecto al mismo período del año pasado. Por su parte, gracias a los menores costos variables de producción dado el descenso del volumen y la disminución de costos de venta y distribución, la empresa experimentó una mejora de su margen EBITDA hasta 35%, nivel considerado conservador.

Durante el año 2007, la empresa llevó a cabo un proceso de reestructuración de la deuda a largo plazo suscrita a finales del AF06. Específicamente realizó una emisión denominada en dólares a 7 años por 255 millones de dólares a una tasa de interés del 8% anual, complementada por una emisión denominada en pesos dominicanos por el equivalente en dólares de 175 millones a 5 años con una tasa de interés del 16% anual. Debe destacarse que en el mes de septiembre se realizó una amortización parcial y un cambio de deuda por 20 millones y 30 millones de dólares, respectivamente, que llevó el saldo de la emisión en moneda extranjera hasta un monto de 205 millones de dólares. De esta forma, la relación de deuda total ajustada a EBITDA hasta 2,9 veces afectado adicionalmente por la reducción del EBITDA producto de la disminución de los ingresos registrada en el período.

Durante los primeros 9MAF07, CND registró un resultado financiero negativo producto del incremento de la deuda, reflejándose en una relación de EBITDA a gastos financieros de 2,3 veces, valor considerado relativamente bajo. No obstante, debe destacarse que esta relación se ubica en 2,5 veces para el tercer trimestre del año 2007.

En lo adelante, se estima la recuperación del volumen de ventas a partir del año 2008, como consecuencia del dinamismo de la actividad económica en el país, previéndose ciertas inversiones a lo largo del tiempo con la intención de incrementar su capacidad productiva. Todo lo anterior se llevará a cabo en un contexto de mantenimiento de márgenes cercanos al promedio registrado en los últimos años, siendo que se prevé mantener satisfactorios niveles de apalancamiento y cobertura.

Resumen Financiero - Cervecería Nacional Dominicana C. por A.

(millones de pesos, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

	30/09/2007 (9M)	2006	2005	2004	2003
Resumen Financiero					
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	3.901,6	5.384,2	4.186,5	4.156,2	3.708,0
EBITDAR Operativo	3.901,6	5.384,2	4.186,5	4.156,2	3.708,0
Margen de EBITDA	35,33	32,53	30,47	31,57	37,28
Margen de EBITDAR	35,33	32,53	30,47	31,57	37,28
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	-	29,85	45,62	55,62	56
Margen del Flujo de Fondos Libre	-	8,11	0,63	9,19	9,62
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	-	54,27	90,91	44,05	107,16
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	-	-	-	-	-
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros	2,33	-	-	-	-
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,33	-	-	-	-
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	-	0,53	-	-	30,18
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	-	0,53	-	-	30,18
FGO / Cargos Fijos	-	-	-	-	-
FFL / Servicio de Deuda	-	0,13	-	-	7,79
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	9,86	0,33	-	-	18,08
FGO / Inversiones de Capital	-	3,94	3,69	-	-
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	-	2,40	-	-	0,03
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,85	2,68	-	-	0,03
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,59	2,31	-0,28	-0,26	-0,31
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,85	2,68	0,00	0,00	0,03
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,59	2,31	-0,28	-0,26	-0,31
Costo de Financiamiento Implícito (%)	-	-	-	-	-
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,01	0,71	-	-	1
Balance					
Total Activos	26.061,7	27.427,4	11.497,7	10.037,9	9.266,1
Caja e Inversiones Corrientes	1.325,4	2.001,2	1.163,6	1.096,4	1.264,8
Deuda Corto Plazo	134,4	10.181,3	-	-	122,9
Deuda Largo Plazo	14.687,1	4.242,8	-	-	-
Deuda Total	14.821,5	14.424,1	-	-	122,9
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.821,5	14.424,1	-	-	122,9
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.821,5	14.424,1	-	-	122,9
Total Patrimonio	7.666,2	5.727,3	8.677,9	7.234,1	7.011,6
Total Capital Ajustado	22.487,7	20.151,4	8.677,9	7.234,1	7.134,5
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	-	6.014	3.959	4023,3	3995,2
Variación del Capital de Trabajo	-	388	353	108,4	-206,5
Flujo de Caja Operativo (FCO)	-	6.403	4.311	4131,8	3788,5
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	-	-1.627	-1.167	-	-
Dividendos	-	-3.434	-3.057	-2922	-2831,9
Flujo de Fondos Libre (FFL)	-	1.342	87	1209,8	956,7
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	3	3	-1251	-447,8
Otras Inversiones, Neto	-	-14.621	-30	-4,6	-7,2
Variación Neta de Deuda	-	14.424	0	-122,6	121,2
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-311	-	-	-
Variación de Caja	-	838	67	-168,3	622,9
Estado de Resultados					
Ventas Netas	11.042	16.550	13.738	13.165	9.946
Variación de Ventas (%)	-11%	20%	4%	32%	-
EBIT Operativo	3.066	4.559	3.500	3555,9	3186,2
Intereses Financieros	-1.672	-	-	-	-
Alquileres	-	-	-	-	-
Resultado Neto	2.916	3.909	3.945	3.137	3.757

Copyright © 2007 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imponibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos.