



Panamá, 29 de enero de 2015

SUPER UAL30ENE2015AM11:51

CONS: 20570

RECIBIDO POR *Fernando*

Señores
Dirección Nacional de Registro de Valores e
Informe de Emisores
Superintendencia del Mercado de Valores
Ciudad de Panamá.-

REF: CALIFICACIÓN DE RIESGO

Estimados Señores,

Por medio de la presente tenemos a bien adjuntarles el informe de calificación de riesgo emitido por la agencia calificadora de riesgo internacional Fitch Ratings.

Las calificaciones otorgadas a Panama Power Holdings, Inc. y a su subsidiaria Hydro Caisán, S.A. son las siguientes:

Panama Power Holdings, Inc.	Emisor A-(pan), perspectiva estable.
Hydro Caisán, S.A.	Emisor A-(pan), perspectiva estable.
Hydro Caisán, S.A.	Bonos Corporativos A-(pan), perspectiva estable.

Sin más por el momento, nos despedimos.

Atentamente,

PANAMA POWER HOLDINGS, INC.


Patrick Kelly
Presidente

Panamá Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

PPH

Informe de Calificación

Calificaciones de PPH

Nacional Actual
Emisor A-(pan)

Perspectiva
Estable

Calificaciones de Hydro Caisán, S.A.

Nacional Actual
Emisor A-(pan)
Bonos A-(pan)

Perspectiva
Estable

Resumen Financiero

USD miles	30 jun 2014	31 dic 2013
Total Activos	398,125	379,864
Total Deuda Financiera	228,870	210,153
Ingresos	24,837	23,579
EBITDA	11,745	10,400
EBITDA (%)	47	44
Deuda / EBITDA (x)	19.5	20.2
EBITDA/Intereses (x)	1.8	1.7

x: veces. Fuente: Fitch

Informe Relacionado

Reporte Soberano de Panamá (Mayo 22, 2013).

Analistas

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

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

Factores Clave de las Calificaciones

Posición Competitiva de Despacho: PPH tiene una posición competitiva en el orden de despacho, como producto de su costo bajo de generación hidroeléctrica. Las plantas hidroeléctricas de pasada no tienen costo variable y siempre son despachadas primero. El portafolio de plantas de PPH tiene una capacidad instalada combinada de 115.2 megavatios (MW) y capacidad firme de 34 MW. La potencia de PPH representa cerca de 5% de la capacidad instalada en Panamá.

Exposición al Riesgo Hidrológico: La capacidad de generación de efectivo del portafolio de PPH depende de las condiciones hidrológicas. La compañía tiene garantizado su despacho en condiciones hidrológicas normales. La sequía durante 2013 y el fenómeno de El Niño registrado en 2014 han menguado el volumen de agua por lluvias en Centroamérica. La diversificación en cuatro proyectos, ubicados en diferentes cuencas, le ha brindado a PPH una ventaja ligera frente a competidores que están concentrados en un solo proyecto.

Flujo de Caja Estable: Las calificaciones de PPH reflejan la estabilidad en la generación de efectivo del portafolio en condiciones normales de hidrología. En condiciones de hidrología promedio, el portafolio podría generar USD44 millones de EBITDA.

La compañía tiene una posición contratada cercana a 70% de su generación; aunque esta disminuirá a partir de 2016 hasta alcanzar aproximadamente 55% en 2017. La energía excedente se vendería en el mercado mayorista (mercado *spot*). Para los próximos años, Fitch Ratings espera que el EBITDA de la PPH se ubique entre USD35 millones y USD40 millones anuales en condiciones de hidrología similares a las actuales.

Apalancamiento Moderado: Con base en un escenario de hidrología similar al actual, el apalancamiento proyectado de PPH (deuda total a EBITDA) sería cercano a 6.0x en los próximos 4 años, nivel considerado como moderado para el tipo de industria. Fitch proyecta una cobertura de intereses de 2.2x a 2.4x en el mismo período, que considera acorde con la categoría de calificación.

Exposición al Riesgo Regulatorio: Las calificaciones del grupo también reflejan su exposición al riesgo regulatorio. Históricamente, las empresas de generación en Panamá se caracterizaban por ser negocios competitivos no regulados y libres de aplicar sus propias estrategias comerciales. Recientemente, el aumento en precios de la energía ha resultado en mayor intervención del Gobierno para reducir el impacto de precios altos de energía para el usuario final.

Sensibilidad de las Calificaciones

Las calificaciones de PPH podrían ser afectadas negativamente por cualquier combinación de los siguientes factores: un aumento sostenido en el nivel de apalancamiento (medido como deuda/EBITDA) superior a 7x; eventos operacionales que impidiesen el suministro de energía; una intervención regulatoria o política que afectase la rentabilidad de la empresa; o un deterioro del entorno que resultase en consumo menor de energía en Panamá.

Las calificaciones de PPH podrían ser afectadas positivamente por un fortalecimiento del EBITDA, debido a una hidrología mayor que permitiese aumentar la generación de electricidad.

Perfil Financiero

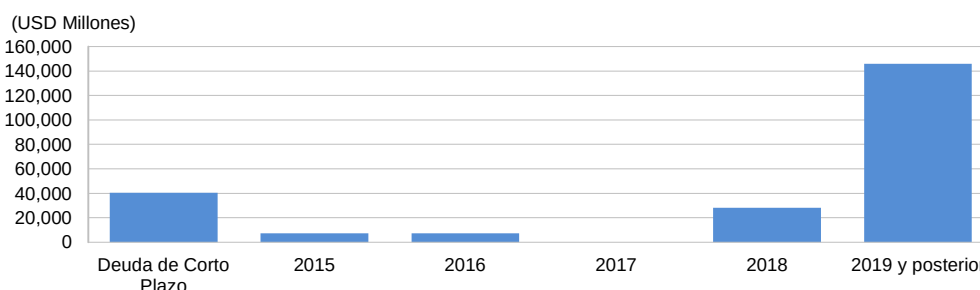
Liquidez y Estructura de Deuda

En los próximos años, la liquidez de PPH se apoyará en los ingresos asociados a su capacidad de generación de energía proyectada y el programa de vencimientos de su deuda. Los ingresos y el EBITDA han aumentado anualmente por la entrada en operación de los proyectos. El margen EBITDA se ha fortalecido conforme los proyectos han comenzado a generar utilidades y se han dejado de erogar los gastos que se producen en los períodos de construcción.

Al cierre de junio de 2014, el saldo de la deuda de la compañía fue de USD228.9 millones. De ese total, USD200.7 millones corresponden a bonos emitidos por sus subsidiarias con respaldo de fideicomisos de garantía. El resto son préstamos bancarios sin garantía, cuyo deudor es PPH.

Vencimientos de la Deuda

Junio 2014



Fuente: Estados Financieros PPH

Por medio de su subsidiaria, Hydro Caisán, S.A., PPH registró una emisión nueva de USD90 millones para refinanciar las emisiones y financiamientos existentes de Generadora Pedregalito, S.A. y Generadora Alto Valle, S.A. Además, propuso la modificación y enmienda a la emisión existente de USD130 millones y de su fideicomiso de garantía, para homologar los términos y condiciones existentes con la emisión nueva. Dicha transacción liberó la presión de los vencimientos de deuda de corto plazo, al determinar un plazo de 7 años. Sin embargo, esto expone a PPH al riesgo de refinanciamiento de los bonos en 2021.

Ambas emisiones están respaldadas por cuentas de reserva equivalentes a seis meses de intereses. También están garantizadas por el crédito de las compañías operativas y de PPH, así como por un único fideicomiso de garantía que tiene hipotecas sobre las plantas hidroeléctricas, un endoso sobre las acciones de las compañías operativas, los contratos de compra de energía (PPAs), los flujos que genera y las ventas de energía en el mercado de oportunidad (mercado *spot*). Existe también una cláusula de compromiso negativo sobre la propiedad (*negative pledge*) sobre todos los activos de PPH.

Debido a la etapa de los proyectos, principalmente PH El Alto, los indicadores de apalancamiento están altos. Fitch estima que, a partir de 2015, los mismos disminuirán y se estabilizarán en niveles cercanos a 6.0x, considerados moderados para el perfil de negocio de la compañía y la industria.

Análisis de Flujo de Caja

La capacidad de generación de efectivo de la compañía está en función de la hidrología de las cuencas donde se ubican los proyectos de PPH. Los ingresos de la empresa están garantizados por su posición de despacho de energía. En condiciones de hidrología iguales a las actuales, el portafolio de plantas de generación de la compañía sería capaz de generar un

Metodología Relacionada

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Agosto 29, 2013).

Grupo de Pares

Emisor	Calificación Nacional
Aes Changuinola (AESC)	A+(pan)
Rey Holdings (Rey)	AA(pan)
Grupo Melo	A+(Pan)
Fuente: Fitch	

Historial de Calificación

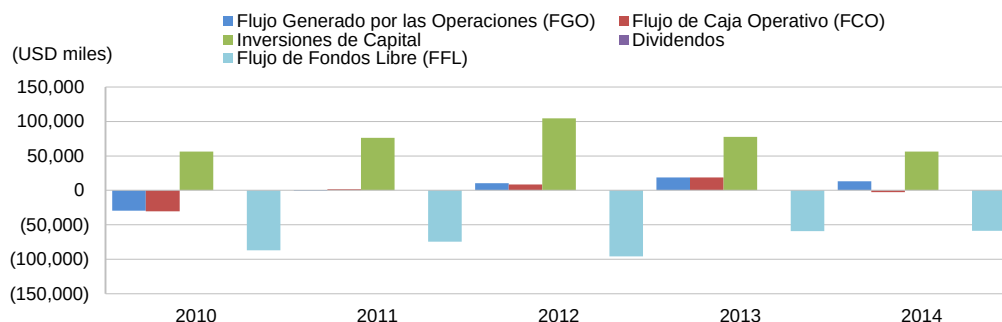
Fecha	Calificación Nacional	Perspectiva
25 sep 2014	A+(pan)	Estable
Fuente: Fitch		

EBITDA entre USD35 millones y USD40 millones anuales. En condiciones de hidrología promedio, PPH podría generar hasta USD44 millones de EBITDA anualmente.

Durante 2013 y 2014, se observó una reducción importante del volumen de las lluvias en Centroamérica. PPH posee una ventaja ligera respecto a otros generadores que están concentrados en un solo proyecto. La compañía ubica sus proyectos en diferentes cuencas.

Por la etapa de construcción de los proyectos, el FFL de la compañía mostró valores negativos. Sin embargo, para los próximos años, el flujo de caja se beneficiará de niveles relativamente bajos de Capex, cercanos a USD1.0 millón por año. La distribución de dividendos estará sujeta a que la cobertura de servicio de la deuda sea mayor a 2.25x, entre otras condiciones establecidas.

Desempeño del Flujo de Caja



Fuente: Estados Financieros de PPH

La compañía posee contratos de largo plazo con tres compañías distribuidoras. Su posición contratada es de aproximadamente 78% de su generación. No obstante, a partir de 2016, esta disminuirá hasta alcanzar, en 2017, 55% contratada en PPAs y el resto se vendería en el mercado *spot*.

Perfil

PPH es una empresa tenedora de las acciones de cuatro compañías que poseen plantas hidroeléctricas. PPH adquiere, desarrolla, construye y opera las plantas, a través de sus afiliadas. Las plantas de hidroeléctricas de PPH son plantas a filo de agua, aunque también evalúa la viabilidad de tecnologías que utilicen recursos renovables como el viento y el sol.

PPH es propietaria en 100% de las siguientes plantas hidroeléctricas:

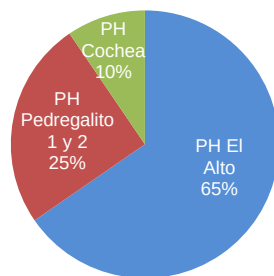
Hydro Caisán, S.A.: Es la empresa dueña de la planta PH El Alto, con una capacidad instalada de 67 MW. PH El Alto inició operaciones en agosto de 2014.

Generadora Pedregalito, S.A.: Es dueña de la planta PH Pedregalito 1 (PH P1), con una capacidad instalada de 20 MW. Inició operaciones en abril de 2011.

Generadora Río Chico, S.A.: Es propietaria de PH Pedregalito 2 (PH P2), con una capacidad instalada de 12.5 MW. PH P2 inició operaciones en octubre de 2011.

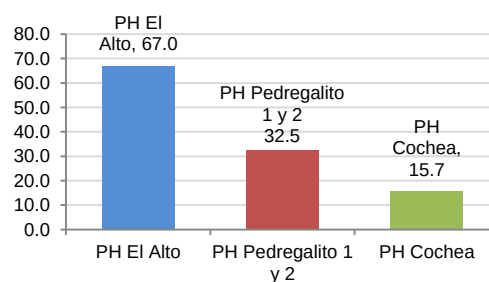
Generadora Alto Valle, S. A.: Posee el proyecto Cochea (PH Cochea), con una capacidad instalada de 15.7 MW. La planta inició operaciones en octubre de 2012.

Capacidad en Firme por Proyecto



Fuente: PPH

Capacidad Instalada por Proyecto en MW



Fuente: PPH

Estrategia

Para los próximos años, la compañía espera mantener una posición contratada balanceada, con un porcentaje de contratación en PPAs de largo plazo equivalente a cerca de 55% de su generación proyectada; el resto se vendería en el mercado *spot*. Hasta el momento, la compañía ha mantenido una posición contratada de aproximadamente 70%, que se disminuiría paulatinamente hasta alcanzar en 2017 la estructura de largo plazo comentada.

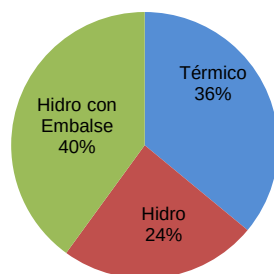
Dicha estrategia busca asegurar los ingresos y aislarse del riesgo hidrológico y las contingencias asociadas al estar contratado por medio de PPAs financieros. A la vez, le permitiría a PPH obtener ingresos adicionales, al vender parte de su generación en el mercado *spot*.

Perfil de la Industria y Ambiente Operativo

Mercado Eléctrico

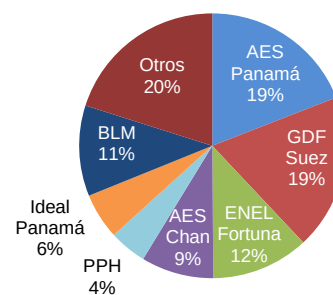
Panamá tiene una capacidad instalada de 2,530 MW. Cerca de 60% corresponde a plantas hidroeléctricas y 40% a plantas térmicas. Los tres mayores participantes poseen más de 50% de la capacidad instalada. En 2013, 58% de la energía fue generada por plantas hidroeléctricas.

Panamá: Capacidad Instalada por Tecnología



Fuente: Fitch y Asep

Capacidad Instalada por Empresa



Fuente: PPH y Cepal

La Empresa de Transmisión Eléctrica (ETESA), propiedad del Gobierno de Panamá, se encarga de la transmisión eléctrica y es responsable de expandir y mejorar el sistema de transmisión para cumplir con los requisitos de crecimiento de la demanda y la estabilidad de este. La generación se realiza mediante la participación de inversionistas internacionales y locales, así como del Gobierno de Panamá. En la distribución participan Empresa de

Distribución Eléctrica Metro Oeste, S.A. (Edemet), Empresa de Distribución Eléctrica Chiriquí, S.A. (Edechi) y Elektra Noreste, S.A. (ENSA).

El sistema eléctrico panameño opera tanto en el mercado ocasional como en el de contrato. Las empresas distribuidoras tienen la obligación de asegurar contratos a largo plazo por la totalidad de la demanda máxima de sus clientes regulados y energía asociada. Las distribuidoras tienen permitido autogenerar hasta 15% de sus necesidades energéticas. Desde agosto de 2009, ETESA es responsable, en nombre de las empresas de distribución, de realizar los procesos de licitación de compra de energía. Asimismo, este ente fija los precios del contrato y los volúmenes por medio de licitaciones públicas competitivas.

Regulación

El sector eléctrico panameño está regulado por la Ley 6 del 3 de febrero de 1997, desde la privatización del sector de la energía en 1997. Esta ley dicta el marco regulatorio e institucional para la prestación del servicio público de electricidad, al regular las actividades de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica. La Ley 6 del 3 de febrero de 1997 y sus modificaciones se encuentran en evaluación, por lo que ciertas normativas podrían modificarse o incluirse en el futuro.

La Autoridad Nacional de los Servicios Públicos (Asep) tiene la responsabilidad de regular el sector. Esta entidad pública define las reglas operativas, comerciales y de transmisión. El operador del mercado es el Centro Nacional de Despacho (CND), que distribuye la energía basada en un orden preestablecido sobre la base de los costos marginales, en función de los costos variables de operación auditables. Las plantas de costos menores son las primeras en ser llamadas para abastecer el sistema, como las plantas hidroeléctricas de pasada.

La Asep aprobó un cambio para el cálculo del precio ocasional por medio de la resolución No. 6166 de mayo 27 de 2013. A partir del 1 de junio de 2013, la metodología establece que el precio último es marcado por la última central térmica más costosa despachada para satisfacer la demanda, con lo que se elimina el valor del costo de oportunidad de las centrales hidroeléctricas de embalse.

Resumen Financiero — Panama Power Holdings, Inc.

(USD miles; años al 31 de diciembre)

	UDM				
Rentabilidad	30 jun 2014	2013	2012	2011	2010
EBITDA	11,745	10,400	6,658	2,428	(347)
EBITDAR	11,745	10,400	6,658	2,428	(347)
Margen de EBITDA (%)	47.3	44.1	37.0	34.6	(17.0)
Margen de EBITDAR (%)	47.3	44.1	37.0	34.6	(17.0)
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	5.2	6.8	4.5	0.8	(19.8)
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(236.6)	(249.4)	(531.8)	(1,059.2)	(4,257.1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	(0.6)	(0.5)	(1.7)	(2.0)	(3.7)
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	3.0	4.1	3.6	0.8	(101.7)
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	1.8	1.7	1.6	1.1	(1.2)
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	1.8	1.7	1.6	1.1	(1.2)
EBITDA/Servicio de Deuda	0.3	0.5	0.4	0.1	(0.0)
EBITDAR/Servicio de Deuda	0.3	0.5	0.4	0.1	(0.0)
FGO/Cargos Fijos	3.0	4.1	3.6	0.8	(101.7)
FFL/Servicio de Deuda	(1.1)	(2.4)	(5.2)	(1.5)	(2.0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	(1.0)	(2.2)	(4.8)	(1.5)	(2.0)
FGO/Inversiones de Capital	(0.0)	0.2	0.1	0.0	(0.5)
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/FGO	11.5	8.4	12.7	48.8	(1.6)
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	19.5	20.2	27.9	34.1	(136.2)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	19.2	19.7	26.9	33.1	(133.0)
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	19.5	20.2	27.9	34.1	(136.2)
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	19.2	19.7	26.9	33.1	(133.0)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0.2	0.1	0.1	0.5	0.9
Balance					
Total Activos	398,125	379,864	333,116	229,831	150,831
Caja e Inversiones Corrientes	3,806	5,740	6,611	2,551	1,114
Deuda Corto Plazo	40,379	15,519	13,683	44,500	42,300
Deuda Largo Plazo	188,491	194,634	172,244	38,341	4,963
Deuda Total	228,870	210,153	185,927	82,841	47,263
Total Patrimonio	154,118	159,130	136,911	138,914	100,476
Total Capital Ajustado	382,988	369,283	322,838	221,755	147,739
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	13,376	18,947	10,547	(486)	(29,558)
Variación del Capital de Trabajo	(16,010)	(359)	(2,003)	2,265	(845)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(2,634)	18,588	8,544	1,779	(30,403)
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(56,120)	(77,405)	(104,283)	(76,134)	(56,442)
Dividendos	—	—	—	—	—
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(58,754)	(58,817)	(95,739)	(74,355)	(86,845)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	64	—	—	—	(7,477)
Otras Inversiones, Neto	4,862	4,943	(40)	332	183
Variación Neta de Deuda	16,492	28,810	106,395	35,578	38,595
Variación Neta del Capital	25,000	25,498	550	41,051	54,847
Otros (Inversión y Financiación)	1,655	(2,055)	(7,106)	(1,150)	—
Variación de Caja	(10,681)	(1,621)	4,060	1,456	(697)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	24,837	23,579	18,002	7,020	2,040
Variación de Ventas (%)	—	31.0	156.4	244.1	—
EBIT	6,818	5,552	2,984	181	(991)
Intereses Financieros Brutos	6,555	6,133	4,089	2,191	288
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	(427)	(799)	(2,278)	(2,341)	(1,838)

Fuente: Estados Financieros de la compañía.

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2015 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.