

Grupo Argos S.A.

Grupo Argos

Informe de Calificación

Calificaciones

Escala Nacional

Largo Plazo	AA+(col)
Corto Plazo	F1+(col)
Bonos Convertibles en Acciones (Boceas)	AA+(col)

Perspectiva

Nacional de Largo Plazo	Estable
-------------------------	---------

Información Financiera

Grupo Argos S.A.

(COP millones)	Dic 31 2014	Dic 31 2013
Ventas	693.677	517.303
EBITDA	347.568	359.703
Marg. EBITDA (%)	50	70
Flujo Generado por las Operaciones	240.764	222.092
Flujo de caja libre (FCF)	(185.592)	(164.089)
Efectivo e Inv. Corrientes	181.029	92.302
Deuda Total Aj.	1.539.196	1.512.715
Deuda Total Aj./EBITDAR	4,4	4,2
Deuda Total Aj./FGO	5,0	5,3
EBITDA/Intereses	4,4	4,8

Fuente: Grupo Argos

Factores Clave de las Calificaciones

Inversiones con Perfil Crediticio Sólido: La calificaciones de Grupo Argos S.A. (Grupo Argos) se basan en el perfil crediticio de sus principales inversiones. La empresa tiene participación accionaria controladora en Cementos Argos S.A. (Cementos Argos), calificado en 'AA+(col)' con Perspectiva Positiva, y en Celsia S.A. E.S.P. (Celsia). Ambas compañías concentraron 69% de los dividendos recibidos por Grupo Argos en 2014, mientras que el resto proviene de las inversiones de portafolio en empresas que forman parte del mismo grupo accionista de Grupo Argos, todas con calificación 'AAA(col)'.

Crecimiento Sostenido del Flujo de Dividendos: El flujo de dividendos recibidos por Grupo Argos registró un incremento interanual de 13,6% durante el periodo 2010-2014 y Fitch Ratings espera que crezca 7% durante 2015. Con la incorporación de Grupo Odinsa S.A. (Odinsa) al portafolio de inversiones, Grupo Argos podría comenzar a recibir dividendos moderados a partir de 2016. Cuando el portafolio de proyectos de Odinsa alcance niveles de maduración mayores en el mediano plazo, este deberá significar un flujo de dividendos predecible para Grupo Argos.

Fuentes de Liquidez Amplias: El portafolio de inversiones de la empresa se conforma en su mayoría de acciones de bursatilidad alta que podrían venderse sin comprometer su posición de control en las respectivas compañías. Durante 2015, Grupo Argos ha desinvertido unos COP 835.000 millones de portafolio para financiar la participación en Odinsa. Asimismo, cuenta con cupos de crédito no comprometidos con la banca local e internacional por cerca de COP2,3 billones y acceso al mercado público de valores local.

Incremento del Apalancamiento: Durante 2015, Grupo Argos ha registrado un incremento del apalancamiento a causa del cierre de la transacción en la que adquirió 49,8% de Odinsa por COP926.611 millones. El incremento de los ingresos provenientes de la venta de acciones de su portafolio de inversiones durante 2015 ha logrado mitigar este efecto.

Subordinación de la Deuda Financiera: Fitch considera que la deuda financiera de Grupo Argos presenta una subordinación estructural con respecto a la deuda financiera de sus subsidiarias, dado que los dividendos recibidos solo se generan una vez que las subsidiarias pagan las amortizaciones previstas en su balance. La subordinación se compensa por el control accionario que la empresa ejerce con sus principales generadores de dividendos.

Perspectiva Estable: Fitch considera que Grupo Argos tiene margen de maniobra para reducir sus niveles de apalancamiento en el mediano plazo. Por lo tanto, las calificaciones consideran que el apalancamiento de Grupo Argos se situará entre 3x y 3,5x en 2016.

Sensibilidad de las Calificaciones

La mejora de la calidad crediticia de los principales generadores de dividendos de la empresa y un apalancamiento moderado a partir de 2016 podrían, individualmente o en conjunto, derivar en una acción positiva de las calificaciones. Por su parte, adquisiciones nuevas financiadas con deuda financiera o una calidad crediticia menor de alguno de sus principales generadores de dividendos podrían derivar en una acción negativa de calificación.

Analistas

Jorge Yanes
+57 1 326-9999 Ext. 1170
jorge.yanes@fitchratings.com

José Vertiz
+1 212 908 0641
jose.vertiz@fitchratings.com

Perfil Financiero

Liquidez y Estructura de Capital

Grupo Argos cuenta con fuentes alternas de liquidez amplias que le proveen de flexibilidad financiera en caso necesario. El portafolio de inversiones de la compañía se conforma en su mayoría de acciones de empresas listadas que podrían venderse sin comprometer la posición de control del grupo accionista. Durante 2015, la entidad ha desinvertido unos COP835.000 millones de su portafolio de inversiones para financiar parcialmente la adquisición de la participación en Odinsa. Asimismo, cuenta con cupos de crédito no comprometidos con la banca local por cerca de COP2,3 billones y acceso probado al mercado público de valores local.

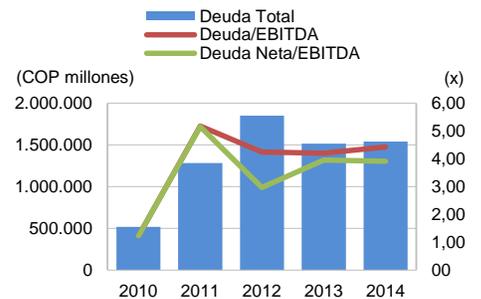
Durante 2014, la empresa mejoró sus indicadores de liquidez con la emisión local a largo plazo por COP 1 billón, la misma tiene una estructura manejable de vencimiento de entre 2 y 15 años. Los recursos de la emisión se utilizaron para sustituir la totalidad de las obligaciones bancarias del grupo. Durante 2015, Grupo Argos incrementó sus niveles de deuda para financiar la adquisición de la participación Odinsa con créditos bancarios a pagar al vencimiento en 5 años.

Vencimiento de Deuda

Al cierre de diciembre de 2014	COP millones
Vencimiento Corriente	0
2 Años	108.365
3 Años	132.250
4 Años	0
5 Años	114.963
Más de 6 años	644.422
Flujo de Caja Operativo	170.584
Efectivo	181.029

Fuente: Grupo Argos

Deuda y Apalancamiento

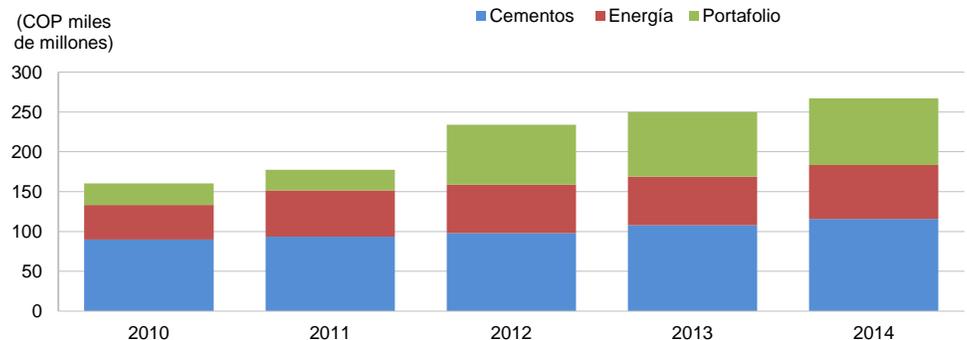


Fuente: Grupo Argos

Análisis Flujo de Caja

La mayor parte del flujo de caja de Grupo Argos proviene de los dividendos recibidos por su participación accionaria controladora en Cementos Argos y Celsia, así como sus inversiones de portafolio en empresas pertenecientes al mismo grupo accionista, tales como Bancolombia, Grupo de Inversiones Suramericana y Grupo Nutresa. Durante 2014, Cementos Argos y Celsia contribuyeron con 69% de los dividendos recibidos por Grupo Argos, mientras que el restante se originó por inversiones de portafolio. Durante los últimos años, la compañía ha mantenido un crecimiento constante en su flujo de dividendos recibidos. Para 2015, Fitch espera que la empresa registre un incremento moderado de 7%, alineado con el incremento registrado en 2014.

Flujo Histórico de Dividendos



Fuente: Grupo Argos

Metodología Relacionada

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

El flujo de caja operativo (FCO) de Grupo Argos también se beneficia de su participación en operaciones inmobiliarias, portuarias y carboníferas, provenientes de la escisión de activos no relacionados con el negocio cementero que Cementos Argos realizó durante 2012. Aunque estas operaciones aún tienen una participación limitada en la estructura de ingresos, la empresa las está desarrollando para que incrementen su contribución al flujo de caja operativo en el mediano plazo.

Con el objeto de tener una mejor aproximación del flujo de caja de la empresa, Fitch ajusta su EBITDA individual, deduciendo los ingresos por el método de participación y agregando los dividendos recibidos de las entidades controladas. Así, al cierre de 2014, el EBITDA ajustado de Grupo Argos cerró en COP267.161 millones. Para 2015 y 2016, la agencia espera que el EBITDA se beneficie del proceso de desinversión de la participación de acciones en empresas no controladas. Durante 2015, ya se han registrado ingresos por unos COP835.000 millones por este concepto.

Al cierre de 2014, la entidad cerró con deuda financiera de COP1 billón, excluyendo bonos convertibles en acciones. Por esta razón, el apalancamiento calculado con la relación de deuda a EBITDA ajustado y EBITDA a dividendos resultó en 3,7x. Con la adquisición de la participación accionaria de Grupo Odinsa, Grupo Argos registró un incremento del apalancamiento. Sin embargo, los mayores ingresos por venta de participaciones accionarias del portafolio de inversiones luego de la transacción han venido reduciendo tales niveles.. Por lo tanto, las calificaciones consideran que el apalancamiento de Grupo Argos resultará entre 3x y 3,5x en 2016, nivel consistente con la calificación asignada.

Análisis de Emisores Comparables

	Cementos Argos S.A.	Grupo Argos S.A.	Grupo Nutresa S.A.	Grupo de Inversiones Suramericana S.A.
(COP millones)				
UDM a partir de	Dic 31 2014	Dic 31 2014	Dic 31 2014	Dic 31 2014
Calificación Nacional de Largo Plazo	AA+(col)	AA+(col)	AAA(col)	AAA(col)
Perspectiva	Positiva	Estable	Estable	Estable
Estadísticas Financieras				
Ventas Netas	5.802.885	693.677	6.461.752	827.337
Variación de Ventas (%)	17	34	10	(11)
EBITDA	1.061.338	347.568	864.257	781.598
Margen de EBITDA (%)	18	50	13	94
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.508.919)	(185.592)	(121.867)	171.885
Deuda Total Ajustada	4.650.828	1.539.196	2.123.009	1.640.286
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	532.837	181.029	374.060	6.506
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	852.897	240.764	597.861	535.646
Inversiones de Capital	(1.895.162)	(159.930)	(349.768)	(16.628)
Indicadores Crediticios (x)				
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	5,6	4,4	6,4	14,1
(FFL+Caja)/Servicio de Deuda	(0,8)	0,9	0,7	3,7
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	4,4	4,4	2,5	2,1
FGO/Intereses Financieros Brutos	5,5	3,9	5,3	10,7

Fuente: Fitch

Perfil de la Empresa

Grupo Argos es una compañía controladora con inversiones en la industria cementera, energética, concesiones, inmobiliaria, portuaria y carbonífera. La empresa controla 55,3% de Cementos Argos (calificada por Fitch 'AA+(col)' con Perspectiva Positiva,) y 52,4% de Celsia.

Cementos Argos tiene una posición competitiva sólida con una participación de mercado de aproximadamente 50% en Colombia y se constituye como el quinto productor de cemento de

Historial de Calificación del Emisor

Fecha	Calificación	Perspectiva
14 jul 2015	AA+(col)	Estable
28 abr 2015	AA+(col)	Estable
16 jul 2014	AA+(col)	Positiva
19 jul 2013	AA+(col)	Estable
25 jul 2012	AA+(col)	Estable

Fuente: Fitch

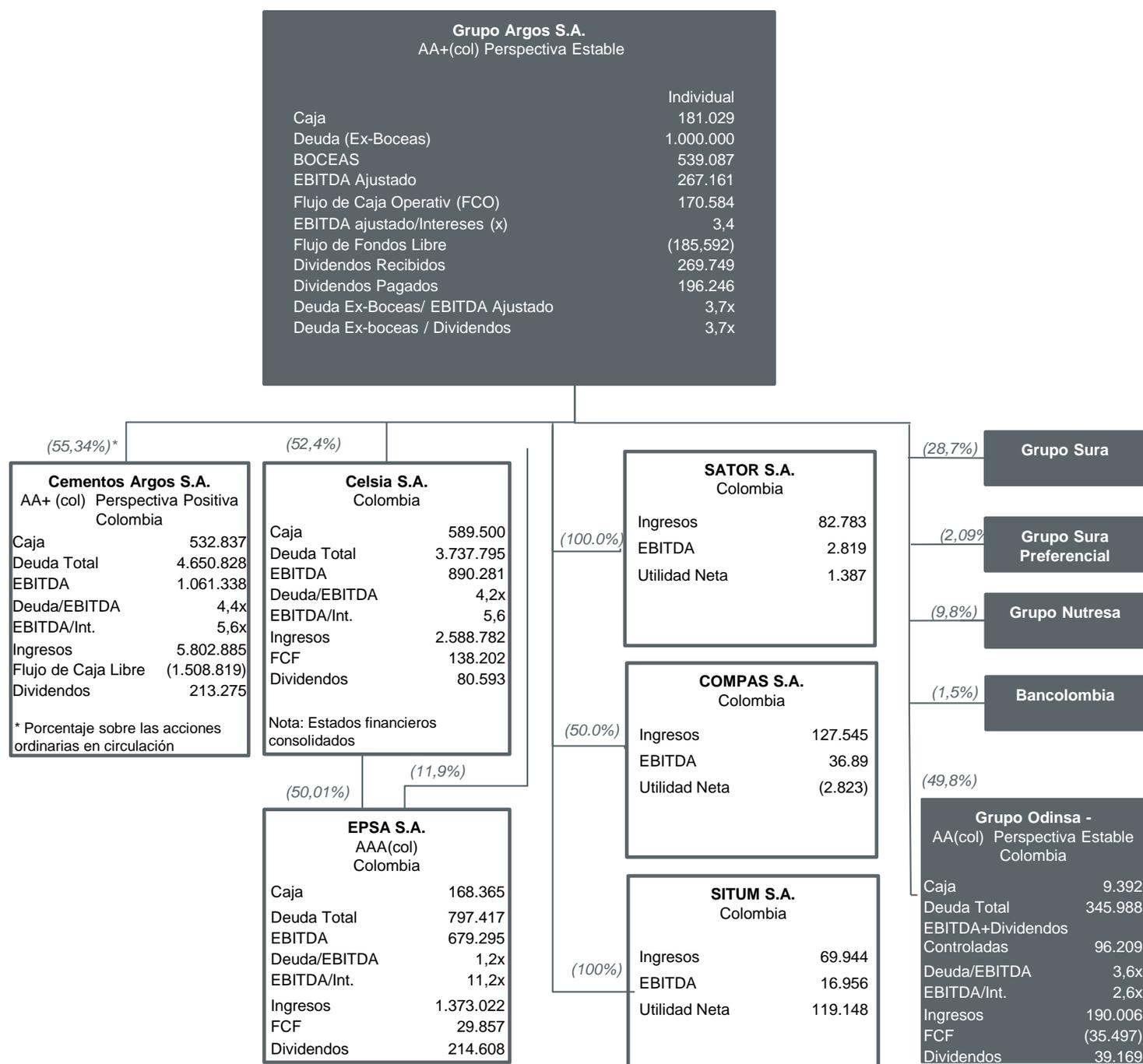
Latinoamérica. La empresa se ha beneficiado de una recuperación mayor que la anticipada del mercado en los Estados Unidos, la cual ha impulsado márgenes. Las calificaciones de Cementos Argos consideran que el apalancamiento podrá reducirse progresivamente hasta niveles alrededor de 3x en el mediano plazo.

Celsia es una empresa de generación eléctrica, propietaria del 50,01% de Empresa de Energía del Pacífico (EPSA), calificada por Fitch en 'AAA(col)', en la cual Grupo Argos también tiene una participación directa de 11,9%. A nivel consolidado, Celsia ocupa el cuarto lugar en la generación eléctrica del país y el quinto lugar en distribución y transmisión de energía a través de EPSA, siendo una de sus fortalezas principales la diversificación geográfica de sus plantas y de sus fuentes de generación (56% hídrica y 44% térmica). Durante 2014, Celsia emprendió una expansión internacional al adquirir participaciones en empresas eléctricas en Costa Rica y Panamá, hecho que incrementó su apalancamiento consolidado.

En junio de 2015, la empresa completó la compra del 49,8% del capital accionario de Grupo Odinsa, calificado por Fitch en 'AA(col)' con Perspectiva Estable. Odinsa es una empresa colombiana dedicada a la estructuración, construcción y promoción de proyectos de infraestructura. La mayoría de sus ingresos proviene de proyectos en Colombia y, en los últimos años, de algunos internacionales en Panamá, Chile, República Dominicana y Aruba. Además, se ha especializado en proyectos de infraestructura que involucran concesiones de operación de largo plazo. Su estructura provoca que la deuda registrada en los consorcios sea financiada con los flujos de caja de cada proyecto, sin recursos contra otros proyectos o la empresa. Asimismo, el flujo de caja que obtiene se genera por los dividendos que recibe de las concesiones o del retorno de los aportes de capital que hace en los consorcios.

Estructura Organizacional — Grupo Argos S.A.

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2014)



Fuente: Grupo Argos S.A.

Resumen Financiero — Grupo Argos S.A.

(COP millones; años al 31 de diciembre)

Rentabilidad	2014	2013	2012	2011	2010
EBITDA	347.568	359.703	436.476	247.362	417.973
EBITDAR	347.568	359.703	436.476	247.362	417.973
Margen de EBITDA (%)	50,1	69,5	72,5	66,4	55,0
Margen de EBITDAR (%)	50,1	69,5	72,5	66,4	55,0
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	1,8	1,9	1,6	1,6	2,0
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(26,8)	(31,7)	1,5	(4,4)	11,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	2,7	2,1	2,8	1,4	3,8
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	3,9	3,8	2,8	4,6	9,0
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	4,4	4,8	4,8	6,1	16,2
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	4,4	4,8	4,8	6,1	16,2
EBITDA/Servicio de Deuda	4,4	0,8	0,5	0,2	4,6
EBITDAR/Servicio de Deuda	4,4	0,8	0,5	0,2	4,6
FGO/Cargos Fijos	3,9	3,8	2,8	4,6	9,0
FFL/Servicio de Deuda	(1,3)	(0,2)	0,1	0,0	1,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	0,9	0,0	0,7	0,0	1,2
FGO/Inversiones de Capital	1,1	2,2	7,1	1.126,1	—
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/FGO	5,0	5,3	7,3	6,9	2,2
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	4,4	4,2	4,2	5,2	1,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,9	3,9	3,0	5,2	1,2
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	4,4	4,2	4,2	5,2	1,2
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	3,9	3,9	3,0	5,2	1,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,2	4,4	5,9	4,5	5,6
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	—	0,2	0,4	0,8	0,1
Balance					
Total Activos	16.843.556	15.469.384	16.142.171	12.005.255	11.523.357
Caja e Inversiones Corrientes	181.029	92.302	554.261	6.609	1.292
Deuda Corto Plazo	—	373.158	801.271	984.668	64.860
Deuda Largo Plazo	1.539.196	1.139.557	1.049.357	296.109	451.169
Deuda Total	1.539.196	1.512.715	1.850.628	1.280.777	516.029
Total Patrimonio	15.077.695	13.718.539	14.060.391	10.652.751	10.950.305
Total Capital Ajustado	16.616.891	15.231.254	15.911.019	11.933.528	11.466.334
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	240.764	222.092	167.409	147.998	206.184
Variación del Capital de Trabajo	(70.180)	(192.047)	36.029	(35.391)	(3.969)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	170.584	30.045	203.438	112.607	202.215
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(159.930)	(13.528)	(28.591)	(100)	—
Dividendos	(196.246)	(180.606)	(166.040)	(129.080)	(118.754)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(185.592)	(164.089)	8.807	(16.573)	83.461
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	152.840	(14.663)	(31.756)	(739.013)	(175.192)
Otras Inversiones, Neto	(60.363)	—	—	(33)	(28.973)
Variación Neta de Deuda	181.842	(283.113)	570.603	764.748	114.726
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	—	(94)	(2)	(3.812)	(1.193)
Variación de Caja	88.727	(461.959)	547.652	5.317	(7.171)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	693.677	517.303	602.326	372.669	760.315
Variación de Ventas (%)	34,1	(14,1)	61,6	(51,0)	(31,3)
EBIT	340.102	357.545	434.464	199.897	417.259
Intereses Financieros Brutos	79.315	74.618	91.644	40.467	25.730
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	389.758	294.950	343.938	153.657	388.333

Fuente: Reportes de la Empresa

Relación con los Medios:

María Consuelo Pérez
Bogotá, Colombia
Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1460
E-mail: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Julio 14, 2015
Acta Número: 4066
Objeto del Comité: Revisión Periódica

Definición de la Calificación:

La calificación de largo plazo 'AA+(col)' representa una calidad crediticia muy alta. Implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

La calificación de corto plazo F1+(col) significa alta calidad crediticia. Indica la más sólida capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas. Bajo la escala de calificaciones domésticas de Fitch Colombia, esta categoría se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de todo otro riesgo en el país, y normalmente se asigna a los compromisos financieros emitidos o garantizados por el gobierno. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

Información adicional disponible en www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.co.

Criterios de Calificación e Informes Relacionados:

- 'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Diciembre 19, 2014)'

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente, la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información.

Miembros* del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es): Natalia O'Byrne, José Luis Rivas y Allan Lewis.

* Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico pueden consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co.

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 LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

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

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