

Alimentos Bebidas &
Tabaco
Venezuela
Análisis de Crédito

Compañía Operativa de Alimentos COR, C.A. (CORCA)

Calificaciones

| | |
|-------------------------|----------|
| Nacional de Largo Plazo | AA-(ven) |
| Nacional de Corto Plazo | F-1(ven) |
| Emisión PC-2009 | A2 |

Información Financiera

Compañía Operativa de Alimentos COR, C.A.

| (M VEF) | 31/03/09 UDM | 31/12/08 |
|--------------|-----------------|----------|
| Activo Total | 89.468 | 109.700 |
| Patrimonio | 52.850 | 51.079 |
| Ingresos | 889.048 | 895.247 |
| EBITDA | 58.483 | 59.413 |
| Deuda Total | - | - |

Moneda constante de marzo 2009.

Analistas

Hilario Ramírez
+58 212 286 3844
hilario.ramirez@fitchratings.com

Jorge Yanes
+58 212 286 3232
jorge.yanes@fitchratings.com

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas reflejan el apoyo operativo hacia la empresa por parte de McDonald's Corporation (MCO) así como la elevada propensión de soporte financiero por parte de los accionistas de CORCA en caso que fuera requerido.
- Las calificaciones también incorporan el sólido posicionamiento y el alto reconocimiento de la marca McDonald's lo cual proporciona ventaja competitiva dentro del segmento de comida rápida. De acuerdo con información suministrada por la gerencia de la empresa, los restaurantes McDonald's concentraban para el año 2008 cerca del 38% de las ventas realizadas por las cadenas de comida rápida en Venezuela.
- La evolución del número de transacciones en los restaurantes de CORCA muestra una alta correlación con el nivel de actividad económica y el poder adquisitivo de la población lo cual refleja una debilidad durante ciclos económicos menos favorables. A su vez, el desempeño de las ventas y en última instancia la rentabilidad del negocio se ve afectada por la evolución del tipo de cambio tomando en cuenta que una parte relevante de los insumos son de origen importado.
- Si bien la empresa no mantiene deuda financiera al cierre de marzo de 2009, la relación de deuda total ajustada a EBITDAR (que incluye los pagos anuales de rentas operativas) alcanzó niveles relativamente elevados, siendo que el indicador de deuda a EBITDAR alcanzó 5,7 veces.
- En el corto plazo el flujo de ingresos de la empresa estaría beneficiados por el reciente aumento del monto promedio por factura lo que podría favorecer el margen del negocio. Sin embargo, se prevé cierto deterioro de las relaciones de cobertura producto del aumento del apalancamiento a través de una emisión de Papeles Comerciales.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones asignadas pudieran ser incrementadas por una importante mejora de los indicadores de apalancamiento y cobertura. Por su parte, las calificaciones asignadas podrían reducirse ante eventos que reduzcan la posibilidad de ayuda por parte de su accionista, deterioro en su perfil u otros eventos que reduzcan el margen de maniobra de la operación en Venezuela.

Perfil

CORCA fue constituida en el año 2002 y tiene como objeto la operación de restaurantes, según los patrones dictados por la Corporación McDonald's, bajo contratos de franquicia firmados con su Compañía relacionada Alimentos Arcos Dorados de Venezuela, C.A. (ADVE).

Perfil

Compañía Operativa de Alimentos COR, C.A. (CORCA) fue constituida en noviembre de 2002 y tiene como objeto la administración y desarrollo de establecimientos de venta de comidas y bebidas, siendo que su actividad principal es la operación de restaurantes, según los patrones dictados por la Corporación McDonald’s, bajo contratos de franquicia firmados con su Compañía relacionada Alimentos Arcos Dorados de Venezuela, C.A.(ADVE)

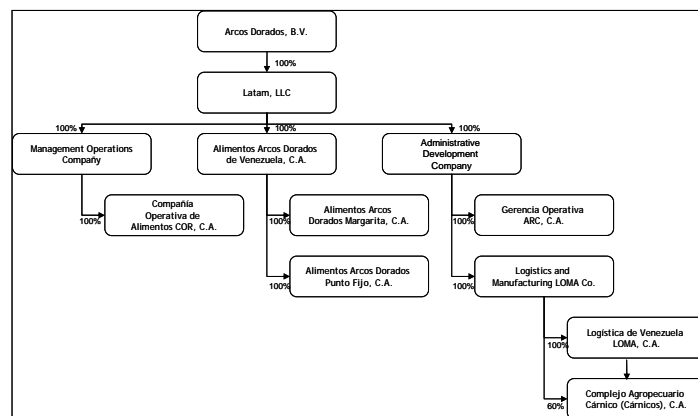
Presentación de cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para los ejercicios culminados el 31 de diciembre del periodo comprendido entre los años 2005-2008 auditados por Mendoza, Delgado, Labrador & Asociados, firma miembro de Ernst & Young, así como el corte correspondiente a los primeros 3 meses del año fiscal 2009. Los estados financieros empleados siguen las normas establecidas por la Comisión Nacional de Valores e incluyen el efecto de la inflación.

Adicionalmente, durante el año 2007, el Gobierno Nacional decidió realizar un proceso de reconversión monetaria, cuyas bases fueron establecidas en la Ley de Reconversión Monetaria, publicada en la Gaceta Oficial Nro. 38.617 del 1ero de Febrero del año 2007. Allí se establece que a partir del 1ero de Enero del año 2008, la unidad monetaria debe ser reexpresada en el equivalente a 1.000 bolívares de los existentes hasta el año 2007. En tal sentido, para la elaboración del presente reporte, Fitch hará referencia a los valores expresados en moneda nacional como “Bolívares Fuerte” y, en los caso que aplique, colocará entre paréntesis la cifra que haya sido expresada en bolívares vigentes hasta el año 2007.

Operaciones

Los ingresos de CORCA provienen de la operación de 82 restaurantes de la cadena de comida rápida McDonald’s en Venezuela. Las actividades de McDonald’s en el país iniciaron en el año 1986 con la apertura de su primer restaurant en Caracas, siendo operado de manera directa por parte de McDonald’s Corporation (MCO). Sin embargo, debe destacarse que dado el elevado crecimiento registrado por la cadena en América Latina, principalmente en los últimos años, así como la significativa complejidad del negocio considerando el proceso de incorporación de esta cadena de restaurantes dentro de la idiosincracia de los países de latinoamérica, en el año 2007 MCO llevó a cabo un proceso de reestructuración del negocio dentro de la referida zona geográfica, incluyendo Venezuela.

Estructura McDonald’s Venezuela



Fuente: CORCA

De esta forma, en agosto de 2007, MCO suscribió con la empresa Arcos Dorados B.V. (ADBV) un contrato (MFA) con el fin de que esta última lleve a cabo la operación y desarrollo de los restaurantes de la cadena McDonald's en Latinoamérica por un lapso de 20 años, extendible por 10 años adicionales. El referido contrato incluye el derecho por parte de ADBV de subfranquiciar restaurantes con terceros. También el MFA establece que ADBV tiene el derecho de recibir el "know How" por parte de MCO. Igualmente prevé que la corporación mantenga una importante injerencia dentro del manejo del negocio, desde la aprobación de la designación de los principales ejecutivos hasta la capacidad de objetar la apertura o cierre de restaurantes y el plan de negocios de ADBV, así como, la exigencia de mantener los *standards* administrativos, tecnológicos y de recursos humanos, entre otros. Por otro lado, a fin de procurar el adecuado desempeño financiero y operativo de ADBV, el MFA incluye la obligación de reinversión de utilidades para la apertura de un número determinado de restaurantes, asimismo, restricciones financieras a nivel de coberturas de cargos fijos y de apalancamiento.

Es importante destacar que ADBV mantiene como principal accionista al empresario Woods Staton con amplia experiencia en el manejo de operaciones de los restaurantes McDonald's en Latinoamérica, quien mantiene el 40% del capital de la empresa y el 51% del derecho a voto. El resto del capital accionario es poseído por diversos fondos de inversión. Para el cierre del año 2008, ADBV registró ventas por 2.606 millones de dólares, un EBITDA de 288 millones de dólares, así como, poco más de 1.600 restaurantes y 78.000 empleados.

De esta manera, a efectos de adaptarse al MFA, ADBV diseñó una estructura en la cual se destaca como subsidiarias más importantes Latam LLC, quien es la dueña de las operaciones en cada uno de los países incluidos dentro del acuerdo y a su vez es poseída totalmente por ADBV. Por otro lado, destaca la compañía Alimentos Arcos Dorados de Venezuela, C.A. (ADV) quien es la dueña de la mayoría de los inmuebles donde operan los restaurantes en Venezuela, subfranquicia establecimientos a terceros, cobrando regalías tanto a éstos como a CORCA (así como le arrienda los locales donde funcionan los restaurantes a CORCA), y a su vez paga las regalías a Latam LLC. Adicionalmente, se encuentran la empresa Gerencia Operativa ARC, C.A para la asesoría, gerencia y administración de personal para el desarrollo y explotación de establecimientos comerciales del grupo en Venezuela. Para el manejo del proceso de abastecimiento para los restaurantes en el país, se constituyó la empresa Logística de Venezuela LOMA, C.A., siendo que sus principales proveedores son su compañía filial Complejo Agropecuario Cárnico, C.A., quien suplente la totalidad de los requerimientos de derivados de carne y pollo a los restaurantes de la cadena en Venezuela.

En la actualidad funcionan en Venezuela 135 establecimientos de la cadena McDonald's, de los cuales 82 son operados por CORCA (53 por franquiciados), asimismo, 67 son propiedad de ADV y 68 son arrendados.

Las operaciones de los restaurantes de comida rápida han registrado un importante crecimiento en Venezuela en los últimos años. De acuerdo a estudio realizado por la empresa Euromonitor, el referido sector creció en aproximadamente 200% entre los años 2004 y 2008, alcanzando para este último año ingresos por cerca de 2.750 millones de bolívares. Este comportamiento es consecuencia de la mejora del poder adquisitivo asociada a crecimiento económico durante ese período; el aumento considerable del número de centros comerciales, los cuales incluyen ferias de comida rápida; cambios de hábitos alimenticios por menor disponibilidad de tiempo para comer en el hogar y la incorporación de los estratos mas bajos de la población al mercado de comida rápida o fuera del hogar. En referencia a este último punto, el hecho que la base de clientes de CORCA esté conformada por personas de todos los estratos socio-económicos de la

población, mitigaría parcialmente el impacto de la reducción del consumo en Venezuela como consecuencia de un menor poder adquisitivo en el corto plazo.

La evolución del número de transacciones en los restaurantes de CORCA muestra una alta correlación con el nivel de actividad económica y el poder adquisitivo de la población, siendo que para el año 2008, dado el menor crecimiento de la economía interna, el número de transacciones se ha mantenido relativamente estable respecto al año 2007, no obstante la apertura de 4 restaurantes en el año, afectado adicionalmente por el crecimiento considerable del monto promedio de transacciones en términos reales, destacando que éste creció en 14% frente al registrado en el año 2007 para ubicarse en cerca de 30 bolívares. En lo adelante, se prevé mantener a corto plazo el crecimiento del monto promedio por transacción, dada la estrategia de trasladar el incremento de los costos a los precios finales (Ver *Estrategia y Posición Competitiva*).

Asimismo, tomando en cuenta las características del negocio, las ventas de la empresa están altamente atomizadas, destacando que para el año 2008, los primeros 10 establecimientos operados por CORCA representaron aproximadamente el 22% de los ingresos de la empresa. Asimismo, en cuanto a la distribución geográfica de la totalidad de los restaurantes de la compañía, para el referido año, la Gran Caracas y la región Central de país concentraron el 70% de los ingresos (con 47% y 23%, respectivamente), mientras las regiones Oriental y Occidental del país compartieron el restante 30% a partes iguales.

Estrategia y Posición Competitiva

CORCA mantiene un sólido posicionamiento en el sector de comida rápida en Venezuela, reflejo del elevado reconocimiento de la marca McDonald's así como de la mejora de la oferta de productos a través del aumento del menú de los restaurantes en los últimos años en el cual se han incluido comidas ligeras y de bajo contenido calórico. En este sentido, de acuerdo a información suministrada por la gerencia de la empresa, para el año 2008 los restaurantes McDonald's concentraban cerca del 38% de las ventas realizadas por las cadenas de comida rápida en Venezuela, seguidos por las cadenas que expenden alimentos derivados del pollo con un porcentaje de aproximadamente de 19%.

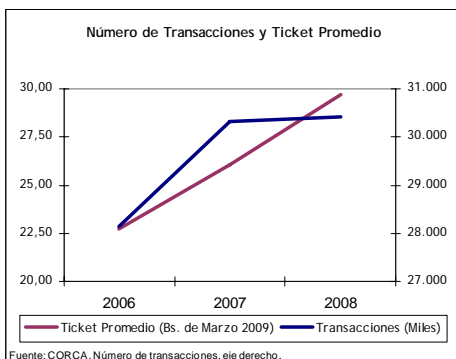
En lo adelante la empresa estima continuar con el reforzamiento de su marca basado en calidad, servicio, valor e innovación, principalmente, a fin de mantener su posicionamiento de mercado y aprovechando las oportunidades de crecimiento que ofrece el mercado. Asimismo, CORCA prevé la expansión de su cadena de restaurantes en Venezuela con la apertura de 6 establecimientos entre los años 2009 y 2010, con inversiones anuales entre 2 y 2,5 millones de dólares.

Por otro lado, a fin de mejorar sus márgenes, CORCA prevé durante el año 2009 trasladar paulatinamente el incremento de los costos a los precios finales de sus productos compensándolo a través de la introducción de ofertas o promociones a fin de mitigar el impacto que esta estrategia tendría a nivel de consumidor.

Desde el punto de vista financiero, CORCA estima realizar una emisión de papeles comerciales a fin de flexibilizar su manejo de capital de trabajo no financiero principalmente lo relacionado con proveedores del exterior.

Aspectos Regulatorios

El negocio de comida rápida en Venezuela no es objeto de regulación en la actualidad por parte de las autoridades. Igualmente, durante los primeros meses del año 2003 el Ejecutivo Nacional anunció la aplicación de una serie de medidas económicas entre las cuales destacó un control de precios para una amplia lista de bienes y servicios



comercializados en el país, todo esto como una estrategia para disminuir las presiones inflacionarias, destacando que la regulación de precios antes mencionada no incluyó los productos ofrecidos por CORCA.

Adicionalmente, en cuanto a las operaciones en moneda extranjera por parte de las empresas en Venezuela, el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio a partir del mes de febrero de 2003, limitando así las operaciones en el mercado de divisas. Tal medida, en otras cosas limita el libre acceso a la moneda extranjera y exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela lo cual podría afectar el desempeño de las empresas de la siguiente manera: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera y c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional, entre otras.

La suspensión del libre comercio de la moneda extranjera afecta las operaciones de la empresa en lo referente a la obtención de divisas destinadas a la compra de materia prima o productos en el exterior. En la actualidad el 60% de los insumos utilizados por CORCA son de origen importado y aún cuando la empresa ha llevado a cabo una estrategia de sustituir parte de sus importaciones, sus necesidades anuales de divisas se acercan a 85 millones de dólares. Es importante destacar que en caso de que CORCA recurra a operaciones con títulos valores para la adquisición de divisas, el impacto de estas transacciones serán reflejadas en su estructura de costos a la hora de la fijación de sus precios.

Desempeño Financiero¹

Durante los últimos años las ventas de CORCA han mantenido una tendencia creciente sustentada en el incremento del monto promedio por factura o transacción, siendo que para el AF08 culminado en diciembre de dicho año, los ingresos aumentaron en cerca de 13% con relación al año 2007. No obstante, la imposibilidad de trasladar la totalidad del aumento de costos a los precios finales determinó un menor margen EBITDA respecto al año anterior, el cual se ubicó en 6,6%, nivel considerado bajo. Igualmente el margen EBITDAR, que excluye los gastos por arrendamiento de locales, experimentó un descenso en el AF08.

Aún cuando, la empresa no mantuvo deuda financiera al cierre del año fiscal 2008, realizando el ajuste de los pagos anuales de rentas operativas, la relación de deuda total ajustada a EBITDAR alcanzó niveles considerados relativamente elevados, reflejo del considerable peso de dichas rentas en la estructura de costos de CORCA, aunque determinando un indicador de EBITDAR a intereses y rentas todavía en niveles razonables (5,7 veces y 1,4 veces respectivamente).

Para los primeros 3MAF09 (culminado en marzo de 2009) el ligeramente inferior flujo de ingresos reflejo del menor crecimiento de la actividad económica durante los últimos meses en un contexto de un similar margen EBITDA, ha determinado la estabilidad de los indicadores de apalancamiento y cobertura, respecto año cierre del año 2008.

En el corto plazo el flujo de ingresos de la empresa estarán soportados por el aumento del monto promedio por factura en términos reales, que sería compensado por un menor número de transacciones como consecuencia del menor ritmo de actividad económica estimada. Lo anterior determinaría un reducido dinamismo de ventas para los próximos

¹ Cifras expresadas en bolívares constantes de marzo 2009.

dos ejercicios, aunque no obstante, se registraría una mejora del margen EBITDA de la empresa. En este contexto, los indicadores de cobertura se situarían en niveles similares a los actuales mostrando un aumento del nivel de apalancamiento producto de la emisión de Papeles Comerciales.

Resumen Financiero - Compañía Operativa de Alimentos COR, C.A.

(Miles de bolívares fuerte del 31 de marzo de 2009, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

| Resumen Financiero | UDM | | | | |
|--|-----------|-----------|------------|----------|----------|
| | mar-09 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
| Rentabilidad | | | | | |
| EBITDA Operativo | 58.483 | 59.413 | 76.028 | 10.166 | (119) |
| EBITDAR Operativo | 206.858 | 207.558 | 196.698 | 114.666 | 70.970 |
| Margen de EBITDA (%) | 6,58 | 6,64 | 9,57 | 1,59 | (0,03) |
| Margen de EBITDAR (%) | 23,27 | 23,18 | 24,75 | 17,90 | 15,76 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 11,75 | 13,51 | 17,12 | 14,53 | 13,94 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre (%) | (3,06) | 0,60 | (3,14) | 2,41 | 2,26 |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) | 13,58 | 50,30 | 477,80 | (5,89) | 39,65 |
| Coberturas | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos | - | - | 3.631,23 | 13,02 | 1,61 |
| EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos | - | - | 5.430,57 | 8,82 | (0,03) |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres) | 1,39 | 1,40 | 1,63 | 1,09 | 0,95 |
| EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda | - | - | 5.316,64 | 8,76 | (0,03) |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda | 1,39 | 1,40 | 1,63 | 1,09 | 0,95 |
| FGO / Cargos Fijos | 0,98 | 1,13 | 1,41 | 1,13 | 1,03 |
| FFL / Servicio de Deuda | - | - | (1.818,15) | 14,40 | 3,64 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | - | - | 987,46 | 69,81 | 10,13 |
| FGO / Inversiones de Capital | (17,49) | 4,64 | (66,38) | 11,84 | 25,81 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 8,15 | 7,10 | 6,13 | 9,34 | 11,84 |
| Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo | - | - | - | - | - |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo | (0,44) | (0,74) | (0,51) | (6,28) | 209,91 |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 5,74 | 5,71 | 5,12 | 7,34 | 8,01 |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo | 5,61 | 5,50 | 4,93 | 6,79 | 7,66 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | - | - | - | - | - |
| Deuda Garantizada / Deuda Total | - | - | - | - | - |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total | - | - | - | - | - |
| Balance | | | | | |
| Total Activos | 89.468 | 109.700 | 84.632 | 86.001 | 51.122 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 25.999 | 43.804 | 38.436 | 63.844 | 24.979 |
| Deuda Corto Plazo | - | - | - | - | - |
| Deuda Largo Plazo | - | - | - | - | - |
| Deuda Total | - | - | - | - | - |
| Deuda asimilable al Patrimonio | - | - | - | - | - |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | - | - | - | - | - |
| Deuda Fuera de Balance | 1.187.000 | 1.185.160 | 1.007.653 | 842.016 | 568.262 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 1.187.000 | 1.185.160 | 1.007.653 | 842.016 | 568.262 |
| Total Patrimonio | 52.850 | 51.079 | 31.609 | (13.405) | (14.100) |
| Total Capital Ajustado | 1.239.850 | 1.236.239 | 1.039.262 | 828.611 | 554.162 |
| Flujo de Caja | | | | | |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO) | (2.722) | 18.825 | 49.733 | 13.846 | 2.353 |
| Variación del Capital de Trabajo | (23.048) | (11.984) | (74.285) | 3.020 | 8.229 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | (25.770) | 6.841 | (24.552) | 16.866 | 10.582 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (1.473) | (1.473) | (370) | (1.425) | (410) |
| Dividendos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | (27.243) | 5.368 | (24.922) | 15.442 | 10.172 |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otras Inversiones, Neto | (183) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Variación Neta de Deuda | 0 | 0 | 0 | 17.870 | 0 |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Variación de Caja | (27.426) | 5.368 | (24.922) | 33.311 | 10.172 |
| Estado de Resultados | | | | | |
| Ventas Netas | 889.048 | 895.247 | 794.851 | 640.582 | 450.397 |
| Variación de Ventas (%) | - | 12,6 | 24,1 | 42,2 | - |
| EBIT Operativo | 52.297 | 53.374 | 66.729 | 9.506 | (720) |
| Intereses Financieros Brutos | 0 | 0 | 14 | 1.152 | 3.850 |
| Alquileres | 148.375 | 148.145 | 120.670 | 104.500 | 71.089 |
| Resultado Neto | 6.709 | 20.796 | 43.489 | 810 | (2.795) |

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 imposibilidad 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