

Aluminios del Uruguay S.A.

Informe Integral

Calificaciones

ON Serie 2 por hasta
USD 4 millones
(emitidos USD 3 millones)
ON Serie 3 por hasta
USD 5 millones.

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	12M 31/12/15	12M 3/12/14
Total Activos (\$ miles)	32.784	33.381
Total Deuda		
Financiera (\$ miles)	9.562	9.227
Ingresos (\$ miles)	32.767	38.003
EBITDA (\$ miles)	3.022	3.410
EBITDA (%)	9.2%	9.0%
Deuda/ EBITDA	3.2	2.7
EBITDA/ intereses	5.8	6.9

Criterios Relacionados

Manual de Calificación de empresas,
instrumentos de deuda y acciones.
Registrado ante el Banco Central del
Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

FIX: FIX SCR Uruguay Calificadora de
Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings)

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Analista Principal

Gabriela Curutchet
Director Asociado
5411 5235 8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Patricio Bayona
Director Asociado
54 11 5235 8124
patricio.bayona@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Posicionamiento local y capacidad exportadora: La compañía cuenta con una importante trayectoria en el mercado de aluminio local, con una participación en el mercado de perfiles del orden del 40%, que junto con las exportaciones y el negocio de envases flexibles le permitieron en el pasado obtener un EBITDA cercano a US\$ 3.0MM manteniendo márgenes de EBITDA superiores al 9%. Para el futuro la compañía tiene el desafío de mantener la rentabilidad en un mercado competitivo con productos provenientes de China y recientemente también de Brasil.

Volatilidad de precios de sus insumos: La volatilidad del precio de aluminio podría tener un impacto en los márgenes de la compañía. Al no estar integrada hacia atrás, la compañía importa los lingotes y barros de aluminio. La baja en los precios y en los premios cobrados por los productos demoran en ser traspasados a precio lo cual podría beneficiar los márgenes de la compañía. Por otro lado ante un cambio de ciclo, la suba de los precios podría provocar una reducción de márgenes. Durante 2015 los precios internacionales del aluminio mostraron una tendencia a la baja creciente, pasando de US\$/ton 2.000 a fines de octubre 2014 a US\$/tn 1.500 en los primeros meses de 2016. Se espera que en el corto y mediano plazo los precios se mantengan entre USD/tn 1.600 y USD/tn 1.900. FIX monitoreará el precio del aluminio y el impacto que pueda tener en los márgenes de la compañía.

Demanda cíclica: La demanda está sujeta a las variaciones de la construcción y la industria automotriz pesada, tanto en Uruguay como en la región. El negocio de construcción en Uruguay mostró una tendencia decreciente en los últimos años y los volúmenes de venta de perfiles en el mercado local se redujeron levemente. La compañía está expuesta a la situación económica y a las fluctuaciones en el tipo de cambio de los países destino de sus exportaciones. En 2015 las restricciones a las importaciones en Argentina y la crisis de Brasil impactaron en las exportaciones de la compañía las cuales bajaron 44%. Para adelante la compañía planea recuperar las exportaciones de Argentina y planea mantener las ventas otorgando buenas condiciones de cobro.

Adecuado apalancamiento y buenas coberturas: La compañía mantiene índices de endeudamiento adecuados para esta industria. El ratio de deuda neta/EBITDA se encuentra históricamente por debajo de 2.6x y las coberturas de intereses por arriba de 5.0x. La compañía se financia con préstamos bancarios de mediano/largo plazo y con la emisión de ON a 5/6 años. El 23% de la deuda se encuentra en el corto plazo. El riesgo de refinanciación se considera acotado dada la liquidez de la compañía y el amplio acceso a los mercados de deuda.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría subir en función de un aumento en la generación de fondos, conjuntamente con estabilidad en los márgenes y un muy buen nivel de apalancamiento sostenido. Por otra parte, una contracción en la demanda o en los márgenes operativos por la mayor competencia, junto con un aumento en el endeudamiento, podría afectar negativamente la calificación.

Liquidez y Estructura de deuda

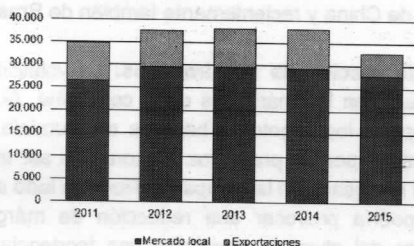
Buena Liquidez: La liquidez mostró una mejora después de la emisión de las Obligaciones Negociables por US\$ 5.0 millones en septiembre 2015. A diciembre'15 la compañía contaba con caja e inversiones liquidas por US\$ 2 millones, las cuales cubrían el 92% de los vencimientos financieros de corto plazo.

Perfil del negocio

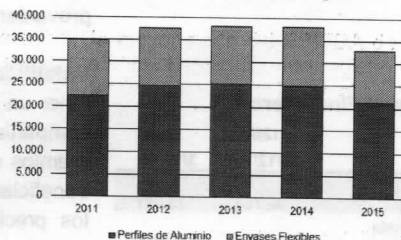
Aluminios del Uruguay es la compañía de aluminios líder en el mercado uruguayo. Opera en dos segmentos de negocios distintos: la fabricación de perfiles de aluminio y la producción de envases flexibles (Ecoflex). En perfiles de aluminio cuenta con una participación del 40% en el mercado local.

A su vez, la compañía exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. En 2015, alrededor del 85% de los ingresos se originaron en el mercado local y el resto proviene de exportaciones. Por su parte, las ventas en toneladas se distribuyen en alrededor de un 75% en el mercado local y un 25% en exportaciones, dependiendo del dinamismo de la demanda local y los niveles de producción de la compañía.

Ventas en US\$ por mercado

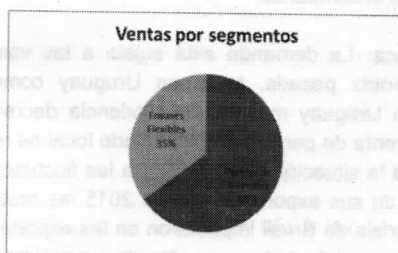


Ventas en US\$ por segmento de negocio

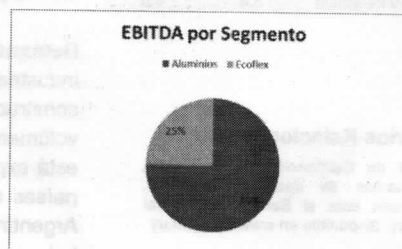


Operaciones

Ventas por segmentos



EBITDA por Segmento



Perfiles de aluminio

El segmento de perfiles de aluminio es el que aporta la mayor parte del EBITDA de la compañía: más del 80% en promedio durante los últimos años. Este segmento registró un margen promedio en torno al 11.1%. Los productos se destinan, en primer lugar, al sector de construcción en Uruguay (aberturas de aluminio), y a industrias como fábricas de carrocerías de ómnibus y camiones, y para la fabricación de bicicletas.

La compañía es el principal jugador del mercado local, mientras que la competencia proviene mayormente de importaciones de China y a partir de 2015 de Brasil. Sus clientes se encuentran atomizados, compuestos en su mayoría por carpinteros metálicos.

Las exportaciones se destinan a Brasil y a partir de 2016 la compañía retomó las ventas al mercado argentino. El principal negocio es el de carrocerías, siendo Marcopolo el principal cliente de este rubro. Dado que los productos que se venden localmente son productos de mayor valor agregado e incorporan asistencia técnica y menores tamaños de entrega, cuentan con un precio promedio más alto que el de las exportaciones.

Las materias primas sustanciales son los lingotes, barrotes de aluminio y chatarra. La compañía utiliza la chatarra propia, la comprada o canjeada a los propios compradores y chatarra importada. Los lingotes y la chatarra son refundidos en el horno de la compañía el cual posee una capacidad de fundición de 3000 tn al año. La compañía compra barrotes de aluminio para abastecerse de materia prima cuando se supera la capacidad de fundición (aprox. 1200 tn por año). Los lingotes son importados de Argentina y de

proveedores de extrazona y los barrotes de Dubai. La compañía no cuenta con contratos de abastecimiento de largo plazo.

Dada la exposición a los precios internacionales de barrotes y lingotes de aluminio, las principales inversiones están orientadas a la reducción de costos, el ahorro de energía, y la mayor eficiencia en el uso de materiales y reducción de desperdicios, con el fin de sostener los márgenes y bajar el punto de equilibrio.

Ecoflex – Envases flexibles

A partir de 2011 el segmento de Ecoflex- Envases flexibles comenzó a generar una rentabilidad positiva, en torno al 3/5% de margen de EBITDA.

Se inició como una actividad complementaria al ofrecer productos con foil de aluminio y luego se completó con productos de filmes plásticos tanto impresos como sin impresión. Los productos se destinan a los sectores de alimentos, bebidas, farmacéutico e industria tabacalera. Este segmento se caracteriza por contar con clientes con un fuerte poder de negociación. La compañía es líder en el mercado local, con excepción del sector alimenticio en el cual enfrenta una mayor competencia. Además exporta aprox. el 40% de las ventas al Mercosur.

Posición competitiva

La compañía cuenta con una participación del 40% en el mercado local de perfiles de aluminio. A su vez, exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. En 2015, alrededor del 85% de los ingresos se originaron en el mercado local y el resto proviene de exportaciones.

En el mercado ecoflex la compañía poseía históricamente aprox. el 30% del mercado. En 2015 dos de los cuatro participantes decidieron salir del mercado y por lo tanto la compañía espera obtener por lo menos un 40% del mercado de envases flexibles, quedando otro competidor local como único competidor.

Administración y Calidad de los Accionistas

La compañía cuenta con una importante trayectoria. Fue subsidiaria de Alcan Aluminium Ltd (compañía multinacional de origen canadiense) desde el año 1957 hasta 1997. En este último año Alcan decidió vender ciertos activos en la región, y así Aluminios del Uruguay fue adquirida por Focus Finance Ltd., sociedad creada por el equipo gerencial de la compañía. La gerencia cuenta con una amplia experiencia en la dirección de la compañía y en los sectores en los que participa.

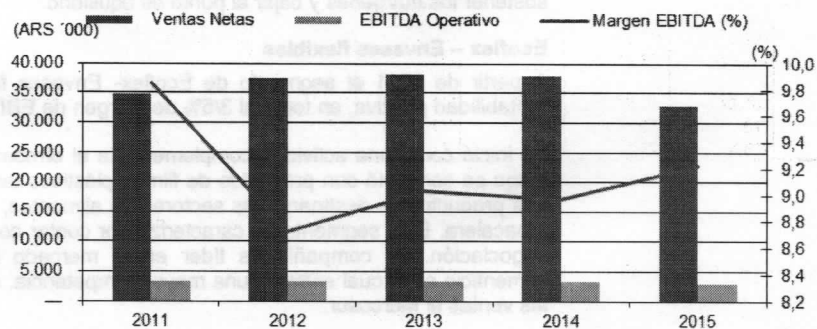
Factores de riesgo

- Compañía no integrada hacia atrás, que importa el aluminio primario desde Argentina, Brasil y otras regiones (Dubai). El costo del aluminio está sujeto a las variaciones de los precios internacionales. Existe un lag en el traslado a precios de los cambios en el costo del aluminio.
- Demanda cíclica, sujeta a la actividad de la construcción en Uruguay, y a la situación de los países limítrofes Brasil y Argentina. También puede verse afectada por la situación cambiaria de estos países.
- Negocio de envases flexibles de bajos márgenes y clientes con fuerte poder de negociación.
- Aumento de los costos internos en dólares.
- Aumento de la competencia, en particular de productos importados provenientes de China y Brasil.

Perfil financiero

Rentabilidad

Evolución Ventas - EBITDAR



Fuente: Información de la empresa

En el ejercicio 2015 las ventas bajaron un 13% con respecto al ejercicio anterior debido principalmente a menores exportaciones. Las exportaciones de perfiles de aluminio cayeron en un 54% (de 1016 toneladas en 2014 a 466 toneladas en 2015) y las Ecoflex en un 33% (de 854 tn en 2014 a 576 tn en 2015). Los ingresos por exportaciones bajaron un 42%, cerrando en US\$ 4.9 MM en 2015 de US\$ 8.5 MM en 2014. El precio internacional de aluminio bajó de US\$ 2000 la tonelada en Octubre 2014 a los niveles actuales de alrededor de US\$ 1600 tn además también bajaron los premios cobrados por los productores

La compañía logró un EBITDA de US\$ 2 millones, manteniendo los márgenes de EBITDA por arriba de 9% dada la baja en los precios de compra que fueron inmediatamente trasladados a los precios de venta y a la política de reducción de costos.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas de Perfiles de Aluminio	17.849	22.465	24.765	25.159	24.814	21.256
EBITDA de Perfiles de Aluminio	2.151	2.051	2.870	2.712	2.991	2.359
Margenes de EBITDA	12,0%	9,1%	11,6%	10,8%	12,1%	11,1%
Ventas de EcoFlex	10.215	12.414	12.732	12.866	13.189	11.510
EBITDA de EcoFlex	520	653	360	611	611	782
Margenes de EBITDA	5,1%	5,3%	2,8%	4,7%	4,6%	6,8%

Flujo de fondos

La generación de fondos de la compañía depende de los márgenes y del manejo del capital de trabajo. En el último ejercicio la compañía ha logrado obtener un EBITDA de US\$ 3 MM que junto con el manejo de las cuenta por cobrar y la baja en los precios de compra de materia prima le permitieron tener escasas necesidades adicionales de capital de trabajo. El flujo de caja operativo cerró en US\$ 2.7 MM.

Las necesidades de inversiones de la compañía son acotadas, estimadas en aprox. US\$ 0.5 millones. En general los dividendos rondan los US\$ 0.8 MM, sin embargo en años con buen nivel de liquidez y apalancamiento el Directorio decide incrementar el monto de dividendos a distribuir. En 2015 se distribuyeron dividendos por US\$ 1.3 millones y el flujo libre resultó en US\$ 1 millón. Para los próximos años, Fix espera que el flujo de fondos libre se mantenga positivo o cercano a cero.

Liquidez y estructura de capital

La compañía presenta una adecuada estructura de capital. A diciembre'15 la deuda era de US\$ 9.6 millones compuesta por préstamos bancarios y obligaciones negociables. El 23% corresponde de deuda de corto plazo (US\$ 2.2 MM). El riesgo de refinanciación se considera acotado dada la liquidez de la compañía y el amplio acceso a los mercados de deuda.

El nivel de apalancamiento es considerado adecuado. A diciembre'15 la compañía poseía un ratio de Deuda/EBITDA de 3.2x y deuda neta/EBITDA de 2.5x. Las coberturas son consideradas buenas siendo el ratio de EBITDA intereses de 5.8x. Considerando la política de inversiones y distribución de dividendos de la compañía Fix espera que se mantenga un nivel de apalancamiento neto de entre 2.5 y 3x.

A diciembre'15 la compañía poseía una buena liquidez, la caja era de U\$S 2MM y sus vencimientos financieros de corto plazo de U\$S 2.2 MM. Para los siguientes años Fix espera que la compañía mantenga una buena posición de liquidez aunque menor que en Dic.'15.

Fondeo y flexibilidad financiera (acceso a los mercados de capitales y financieros, bonos, préstamos bancarios y acciones).

La compañía cuenta con cierta experiencia en el mercado de capitales de Uruguay. Es una sociedad abierta que cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Montevideo desde 1944, aunque con una liquidez mínima. Asimismo colocó tres series de ON.: Serie 1 por US\$ 2.8 millones a 6 años de plazo en dic'07, Serie 2 por US\$ 3 millones a 6 años de plazo en dic'10, y Serie 3 por US\$ 5 millones a 6 años en septiembre 2015. Las tres series poseían un esquema de garantías a través de cesión de créditos. A su vez, la compañía cuenta con acceso a préstamos bancarios de corto y largo plazo.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Aluminios del Uruguay S.A. (miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

	NIIF 2015	NIIF 2014	NIIF 2013	NIIF 2012	2011
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	3.022	3.410	3.435	3.273	3.433
Margen de EBITDA	9,2	9,0	9,0	8,7	9,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,6	17,0	11,0	19,5	12,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,2	(1,8)	(5,2)	0,4	(9,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	4,0	10,3	9,9	16,0	13,6
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,1	8,6	5,1	8,5	5,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,8	6,9	7,0	7,7	8,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	0,7	0,7	1,1	0,8
FGO / Cargos Fijos	6,1	8,6	5,1	8,5	5,9
FFL / Servicio de Deuda	0,6	(0,0)	(0,3)	0,2	(0,6)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,3	0,1	0,2	0,4	(0,2)
FCO / Inversiones de Capital	6,5	1,1	0,3	1,4	(0,7)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,0	2,2	4,1	1,8	3,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,2	2,7	3,0	2,0	2,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,5	2,3	1,8	1,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,5	5,1	5,9	5,9	5,6
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,5	0,4	0,4	0,5
Balance					
Total Activos	32.784	33.831	30.417	26.368	27.733
Caja e Inversiones Corrientes	2.056	675	2.417	638	1.803
Deuda Corto Plazo	2.231	4.591	4.457	2.691	3.933
Deuda Largo Plazo	7.331	4.636	5.818	3.829	3.927
Deuda Total	9.562	9.227	10.275	6.520	7.860
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	9.562	9.227	10.275	6.520	7.860
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	9.562	9.227	10.275	6.520	7.860
Total Patrimonio	15.401	15.780	12.629	12.203	11.325
Total Capital Ajustado	24.963	25.007	22.904	18.723	19.185
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	2.633	3.763	2.020	3.217	1.929
Variación del Capital de Trabajo	80	(2.623)	(1.483)	622	(2.618)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.713	1.140	537	3.839	(689)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(418)	(1.060)	(1.739)	(2.680)	(929)
Dividendos	(1.252)	(781)	(789)	(998)	(1.524)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.043	(701)	(1.991)	161	(3.142)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	20	6	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	506	(506)	587	(587)
Variación Neta de Deuda	337	(1.035)	3.738	(1.325)	1.739
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	(32)	32	0	0
Variación de Caja	1.380	(1.242)	1.279	(577)	(1.990)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	32.767	38.003	38.027	37.499	34.847
Variación de Ventas (%)	(13,8)	(0,1)	1,4	7,6	24,2
EBIT Operativo	1.726	2.230	2.340	2.418	2.588
Intereses Financieros Brutos	519	494	493	427	392
Resultado Neto	625	1.466	1.224	1.882	1.539

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Características del instrumento

Obligaciones Negociables no convertibles en acciones 2da Serie

Monto de la emisión: Hasta USD 4 millones. El 30/12/10 se concretó la emisión por un total de USD 3 MM.

Plazo: 6 años

Amortización: cinco cuotas anuales, la primera con vencimiento a los 24 meses de la fecha de emisión por un 10% del capital, la segunda por un 15% del capital, y a partir de la tercera hasta la quinta cuota por un 25% del capital cada una.

Intereses: tasa fija del 5.5% anual, con pagos trimestrales.

Rescate anticipado: El emisor podrá rescatar la totalidad de las Obligaciones en cada oportunidad de pago de intereses.

Garantía: Se constituyó un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago que se integrará con los créditos que tenga o que pueda tener el emisor contra dos clientes importantes del mercado local, a efectos de garantizar y pagar, en su oportunidad y según corresponda, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables. Este Fideicomiso opera de la siguiente forma: los deudores cedidos abonan sus créditos al fideicomitente (Aluminios del Uruguay), salvo que 30 días previos a la fecha de pago de la ON el fideicomitente no deposite los fondos para afrontar el servicio. En este caso el fiduciario notificará a los deudores cedidos para que depositen directamente en la cuenta del fideicomiso en garantía, y si los fondos no fueran suficientes para cumplir con los pagos estipulados, será obligación del fideicomitente aportar los fondos faltantes.

Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay.

Objeto de la emisión: El destino de los fondos de la emisión se destinó a la incorporación de activos fijos complementarios y ampliatorios de la capacidad instalada de producción; la incorporación de tecnologías que mejoran la eficiencia total de factores productivos y la adecuación de la estructura de capital de la empresa para hacerla consistente con su ciclo productivo y con los resultados económicos que provocarán las inversiones que se realizan.

Tanto la emisión de Obligaciones Negociables por parte de Aluminios del Uruguay S.A., como la firma del Contrato de Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago (Ley 17.703), fueron autorizados por la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 14 de mayo de 2010 y de la respectiva resolución de Directorio de la misma fecha.

Obligaciones Negociables no convertibles en acciones 3ra Serie

Monto de la emisión: El 23 de septiembre se concretó la emisión por un total de U\$S 5.0 MM.

Plazo: 6 años desde la fecha de emisión.

Amortización: 5 cuotas. La primera del 10% del capital a los 24 meses de la fecha de emisión, la segunda del 15% a realizarse a los 36 meses, la tercera del 25% a los 48 meses, la cuarta del 25% a los 60 meses y la última del 25% al vencimiento. Intereses: tasa fija del 4.5% con pagos trimestrales

Garantía: Se constituyó un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago que se integrará con los créditos actuales y futuros que tenga o pueda tener el Emisor contra los clientes que figuran en el Anexo IV del Contrato de Cesión de Créditos, a efectos de garantizar y pagar, en su oportunidad y según corresponda, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables Serie 3.

Ley Aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay.

Objeto de la emisión: Optimizar la eficiencia de la estructura de costos de fabricación a través de la reducción de costos de energía sustituyendo fuentes y eliminando desperdicios; a través de la reducción del costo laboral incorporando tecnologías a distintos procesos y por reducción de costos por desperdicios de materias primas. Asimismo el objeto es mantener la estructura de capital y financiera que se extiende desde hace años, para mantener la política de inversiones anuales y la gestión de la empresa.

Anexo IV. Dictamen de calificación.

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 22 de abril de 2016 confirmó* en **Categoría BBB+(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 4 millones y a las Obligaciones Negociables Serie 3 por hasta US\$ 5 millones emitidas por **Aluminios del Uruguay S.A.** La Perspectiva es Estable.

CATEGORÍA BBB(uy): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores. Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no es Categoría E.

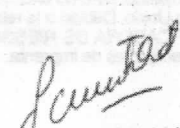
*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

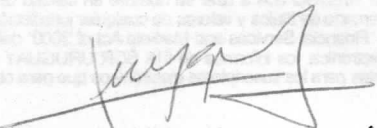
Fuentes

- Balances generales auditados hasta el 31/12/2015.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto de emisión de las Obligaciones Negociables.

Criterios Relacionados

Manual de calificación de empresas instrumentos de deuda y acciones. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy


FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA


FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificador, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LÍDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A. (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 que pueden suceder y 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 confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.