

Aluminios del Uruguay S.A.

Informe Integral

Calificaciones

ONs Serie 2 por hasta
 US\$ 4 millones
 (emitidos US\$ 3 millones)

BBB+
 (uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	9M 30/09/14	12M 31/12/13
Total Activos (\$ miles)	30.913	30.417
Total Deuda Financiera (\$ miles)	10.310	10.275
Ingresos (\$ miles)	28.330	38.027
EBITDA (\$ miles)	2.514	3.435
EBITDA (%)	8.9%	9.0%
Deuda/ EBITDA	3.1	3.0
EBITDA/ intereses	7.5	7.0

Informes relacionados

[Manual de Calificación registrado ante el Banco Central de Uruguay.](#)

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

Analistas

Frank Medrisch
 5411 5235 8125
frank.medrisch@fixscr.com

Gabriela Curutchet
 5411 5235 8122
gabriela.curutchet@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%. A su vez, exporta aproximadamente el 35-40% de su producción, principalmente a países del Mercosur. Aluminios del Uruguay se desempeña también en el negocio de envases flexibles, el cual representa alrededor de un 35% de su producción aunque cuenta con un acotado margen de contribución.

Volatilidad de precios de sus insumos: Al no estar integrada hacia atrás, la compañía importa los lingotes y barrotos de aluminio. Durante 2014 los precios internacionales del aluminio mostraron una tendencia creciente, superando los USD/ton 2.000 a fines de octubre. A pesar de la expectativa de que los precios se mantengan en niveles altos para el próximo año, se espera que la compañía logre mitigar en parte los efectos de precios a través de la combinación de varias iniciativas, tales como inversiones para la reducción de costos, traslado de aumentos a los clientes, y crecimiento en el segmento de envases flexibles, entre otras. FIX monitoreará el precio del aluminio y el impacto que el aumento de los insumos pueda tener en la calidad crediticia 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 creciente en los últimos años y las ventas de perfiles en el mercado local se mantuvieron firmes. Las ventas hacia Argentina se vieron afectadas por las restricciones a las importaciones impuestas por el Gobierno. Si bien la compañía logró sustituir estas ventas por exportaciones hacia Brasil y Paraguay, estas restricciones pueden afectar el margen de rentabilidad. La compañía está expuesta a las fluctuaciones en el tipo de cambio de los países destino de sus exportaciones.

Adecuado perfil crediticio: La compañía registró ratios de deuda neta/EBITDA de 2.8x y coberturas de intereses de 7.5x a sep'14. El EBITDA cayó un 4.9% frente al mismo período del año anterior, dado un margen de EBITDA levemente inferior que se ubicó en 8.9% junto con ventas un 2% menores. La compañía maneja su apalancamiento de forma conservadora, y planea para el próximo trimestre una nueva emisión de deuda con el fin de prepagar las ON vigentes y cancelar los vencimientos del próximo año, perfilando su cronograma de amortizaciones hacia el largo plazo.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría subir en función de un aumento en la generación de fondos producto de las inversiones realizadas, conjuntamente con estabilidad en los márgenes y un adecuado apalancamiento. Para una suba debería sostenerse una relación deuda/EBITDA inferior a 2x, y un flujo de fondos libre positivo. 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.

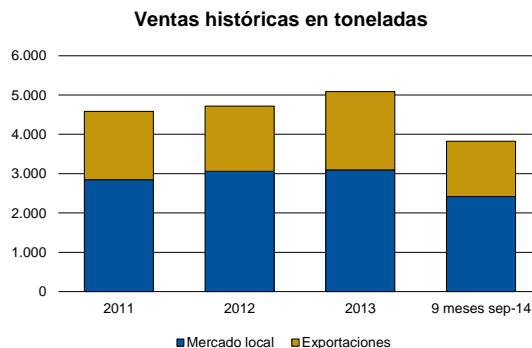
Liquidez y Estructura de deuda

A sep'14 la deuda financiera se mantuvo estable respecto al nivel de dic'13 en torno a US\$ 10.3 MM, aunque la liquidez disminuyó a US\$ 0.9 MM, generando un aumento de la deuda neta a US\$ 9.4 MM desde US\$ 7.9 MM. El flujo libre de los nueve meses fue negativo en US\$ 1.6 MM. FIX espera que el nivel de apalancamiento neto se mantenga entre 2 y 3x.

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.

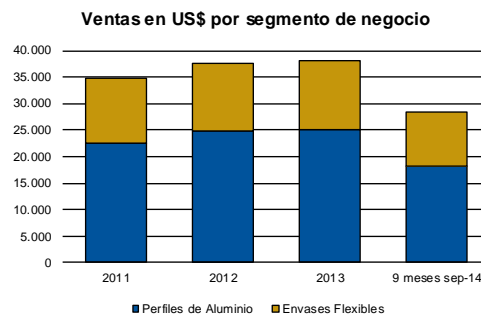
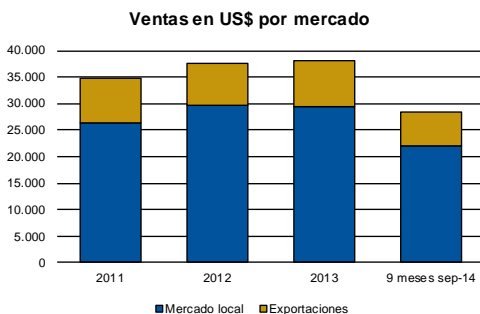
A su vez, la compañía exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. Durante los últimos tres años, alrededor del 75 / 78% de los ingresos se originaron en el mercado local y el resto proviene de exportaciones. Por su parte, las ventas en toneladas se distribuyen en alrededor de un 60% en el mercado local y un 40% en exportaciones, dependiendo del dinamismo de la demanda local y los niveles de producción de la compañía.



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.

La estrategia operativa de la compañía se basa en incrementar su capacidad de producción, mejorar la eficiencia de la planta a partir de la incorporación de tecnología, desarrollar productos de valor agregado y alta calidad con el fin de hacer frente a la mayor competencia en el mercado uruguayo e incrementar las exportaciones. La variedad de perfiles, disponibilidad de stock y el servicio de asistencia técnica le brinda un importante posicionamiento a la compañía en el mercado uruguayo. El patentamiento de líneas de modelos de perfiles modernos, así como el reconocimiento de la marca en el mercado local ayuda a contrarrestar la competencia de productos importados a menor precio, especialmente de China.

En cuanto al negocio de envases flexibles, la compañía desarrolló una estrategia basada en selección de determinados clientes y productos apuntando a mejorar los márgenes del negocio. La compañía se está concentrando en los productos basados en *foil* de aluminio utilizado en la industria farmacéutica y del tabaco, y/o en determinados clientes de la industria alimenticia que poseen mayor exigencia por la calidad. La implementación de esta estrategia derivó en un EBITDA positivo para este segmento, a pesar de que los márgenes se mantienen acotados.

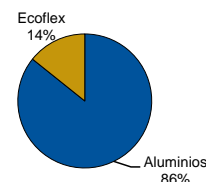


Operaciones

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 tres años. Este segmento registró un margen promedio en torno al 11%. 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.

Estructura de EBITDA por Segmento (Sep'14)



Fuente: Datos de la Compañía

La compañía es el principal jugador del mercado local, mientras que la competencia proviene mayormente de importaciones de China y de otros países de la región.

Sus clientes se encuentran atomizados, compuestos en su mayoría por carpinteros metálicos. El mercado de construcción civil en Uruguay evidenció un comportamiento firme en los últimos años, con excepción de 2009 por efecto de la crisis internacional.

Las exportaciones se destinan fundamentalmente al negocio 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.

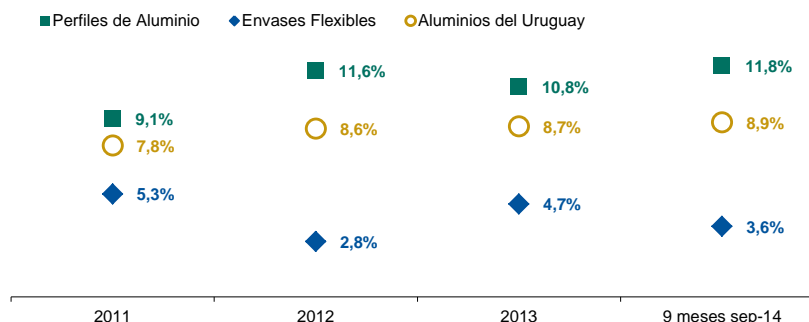
Las materias primas sustanciales son los lingotes y barrotes de aluminio. Históricamente, se adquirían de Brasil y Argentina. La compañía no cuenta con contratos de abastecimiento de largo plazo. Dado el encarecimiento del aluminio en la región, la compañía diversificó el abastecimiento a través de proveedores de extrazona, y prevé desarrollar nuevos proveedores en otras regiones.

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

El negocio representaba un EBITDA casi nulo (entre 0/1% de margen). Sin embargo, a partir de 2011 la actividad comenzó a generar una rentabilidad positiva, en torno al 3/5% de margen de EBITDA.

Márgenes de EBITDA por segmento y consolidados



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. La compañía es líder en el mercado local, con excepción del sector alimenticio en el cual enfrenta una mayor competencia. Además exporta entre el 40-50% de las ventas al Mercosur.

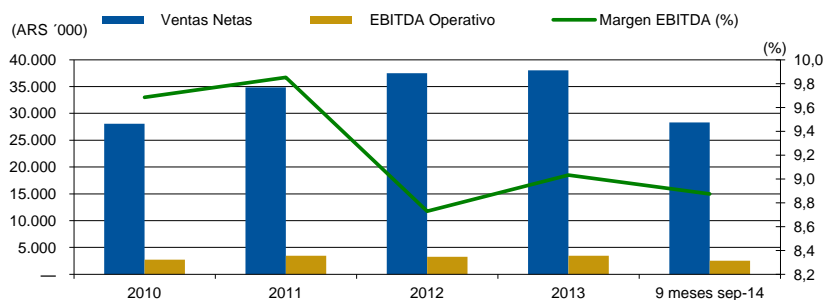
Este segmento se caracteriza por contar con clientes con un fuerte poder de negociación. La compañía está llevando a cabo una estrategia que se basa en la selección de determinados clientes y productos con mayor margen, para generar rentabilidad en el negocio. La compañía incorporó nueva tecnología para mejorar la eficiencia del proceso de producción: adquirió una nueva impresora que le permitió aumentar la capacidad en aproximadamente un 50% y desarrollar productos de más valor agregado. La inversión fue de US\$ 1.3 MM, e ingresó en funcionamiento en el segundo trimestre de 2012.

Perfil financiero

Rentabilidad

En los primeros nueve meses a sep'14, la compañía reportó ventas por US\$ 28.3 MM, una caída del 2.1% respecto del año anterior, cuando se ubicaron en US\$ 28.9 MM. La disminución se debió principalmente a una caída en el precio de perfiles de aluminio en la plaza local de aproximadamente un 6%, motivada en parte por la creciente competencia de importaciones chinas. El volumen de ventas fue de 3.823 toneladas, de las cuales un 63% se vendió en la plaza local y un 37% se exportó.

Evolución Ventas - EBITDAR



Fuente: Información de la empresa

El EBITDA alcanzó los US\$ 2.5 MM, una reducción del 4.9% respecto de igual período del año anterior. Si bien los precios de barrotos y lingotes de aluminio aumentaron considerablemente, dicha suba no impactó fuertemente en el margen de EBITDA, el cual se ubicó en 8.9%, apenas por debajo del nivel mostrado el año anterior. Esto se debió principalmente a que la devaluación del tipo de cambio fue más rápida que la inflación, reduciendo en gran medida los costos medidos en dólares.

Se espera que la compañía logre mitigar en parte los efectos de precios a través de la combinación de varias iniciativas, tales como inversiones para la reducción de costos, traslado de aumentos a los clientes, y crecimiento en el segmento de envases flexibles, entre otras. FIX monitoreará el precio del aluminio y el impacto que el aumento de los insumos pueda tener en la calidad crediticia de la compañía.

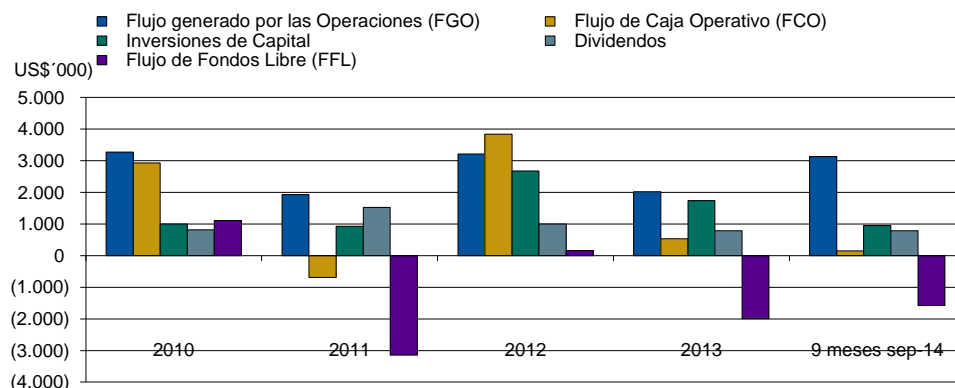
Flujo de fondos

El flujo de caja operativo a sep'14 ascendió a US\$ 152.000, el cual se vio acotado por el aumento en el nivel de cuentas por cobrar, motivado principalmente por la estrategia comercial de la compañía de hacer frente a la competencia flexibilizando los plazos de pago en el mercado doméstico.

El flujo libre se mantuvo negativo en US\$ 1.6 MM, una mejora respecto de los nueve meses a sep'13, originada mayormente en un nivel menor de inversiones de capital por aproximadamente US\$ 0.9 MM. Para los próximos años, el flujo de fondos libre podría

mantenerse negativo o cercano a cero, dependiendo del nivel de inversiones que se esperan estén más en línea con los valores históricos.

Evolución del Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa

Liquidez y estructura de capital

El flujo libre negativo derivó en una reducción de la liquidez. A sep'14 la deuda neta de la compañía aumentó a US\$ 9.4 MM desde US\$ 7.9 MM a dic'13. Sin embargo, la deuda total permaneció estable en torno a US\$ 10.3 MM y los ratios crediticios se mantuvieron razonables (deuda /EBITDA de 3.1x, coberturas de intereses con EBITDA de 7.5x, anualizando el EBITDA de los nueve meses a sep'14).

La deuda de largo plazo se compone principalmente del saldo de las ONs Serie II por US\$ 2.23 MM y de los préstamos bancarios otorgados por el BBVA y el Santander a 4 años de plazo. Los servicios de deuda se consideran manejables: US\$ 1.8 MM de capital e intereses anuales en promedio versus un flujo operativo esperado en torno a US\$ 2-3 MM. Considerando la política de inversiones y distribución de dividendos de la compañía se espera que mantenga un nivel de apalancamiento neto de entre 2 y 3x.

Si bien la deuda de Aluminios del Uruguay se concentra en un 52% en el corto plazo, el riesgo de refinanciación se considera bajo dado que la compañía goza de amplio acceso a los mercados de deuda. En ese sentido, para los próximos meses planea una nueva emisión de Obligaciones Negociables, con el fin de prepagar las ON vigentes y cancelar los vencimientos del próximo año, lo que le permitirá perfilar su cronograma de amortizaciones hacia el largo plazo.

Las ONs Serie II comenzaron a amortizar capital en dic'12 con cuotas anuales crecientes, y devengan un interés del 5.5%. Se constituyó un Fideicomiso de Garantía que se integra con los créditos que tenga o que pueda tener la compañía contra dos clientes específicos (empresas de plaza de primera línea) a efectos de garantizar y pagar, en su oportunidad y según corresponda, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables. FIX ha considerado la estructura de garantía con que cuenta la emisión, y dada la forma en que opera la misma la calificación del instrumento está totalmente relacionada a la calidad crediticia del emisor.

Anexo I. Resumen Financiero

Para el cálculo de índices, se han anualizado los resultados y flujos de los 9 meses a septiembre 2014.

Resumen Financiero - Aluminios del Uruguay S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

	NIIF <u>sep-14</u> 9 meses	NIIF <u>2013</u>	NIIF <u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	2.514	3.435	3.273	3.433	2.718	2.981
Margen de EBITDA	8,9	9,0	8,7	9,9	9,7	10,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	19,9	11,0	19,5	12,1	20,7	27,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(5,6)	(5,2)	0,4	(9,0)	4,0	9,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	11,6	9,9	16,0	13,6	21,0	21,2
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	10,4	5,1	8,5	5,9	10,2	7,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,5	7,0	7,7	8,8	7,7	6,1
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,7	1,1	0,8	0,9	0,8
FGO / Cargos Fijos	10,4	5,1	8,5	5,9	10,2	7,9
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	(0,3)	0,2	(0,6)	0,5	0,9
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	0,2	0,4	(0,2)	1,6	1,1
FCO / Inversiones de Capital	0,2	0,3	1,4	(0,7)	2,9	4,3
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,2	4,1	1,8	3,4	1,7	1,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,1	3,0	2,0	2,3	2,2	1,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,8	2,3	1,8	1,8	1,1	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,3	5,9	5,9	5,6	6,4	8,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,7
Balance						
Total Activos	30.913	30.417	26.368	27.733	24.319	20.304
Caja e Inversiones Corrientes	872	2.417	638	1.803	3.206	915
Deuda Corto Plazo	5.392	4.457	2.691	3.933	2.606	3.237
Deuda Largo Plazo	4.918	5.818	3.829	3.927	3.505	1.696
Deuda Total	10.310	10.275	6.520	7.860	6.111	4.933
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	10.310	10.275	6.520	7.860	6.111	4.933
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	10.310	10.275	6.520	7.860	6.111	4.933
Total Patrimonio	12.951	12.629	12.203	11.325	11.361	9.345
Total Capital Ajustado	23.261	22.904	18.723	19.185	17.472	14.278
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	3.133	2.020	3.217	1.929	3.270	3.384
Variación del Capital de Trabajo	(2.981)	(1.483)	622	(2.618)	(339)	534
Flujo de Caja Operativo (FCO)	152	537	3.839	(689)	2.931	3.918
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(947)	(1.739)	(2.680)	(929)	(1.000)	(903)
Dividendos	(782)	(789)	(998)	(1.524)	(818)	(296)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.577)	(1.991)	161	(3.142)	1.113	2.719
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	20	6	0	0	0	33
Otras Inversiones, Neto	506	(506)	587	(587)	0	0
Variación Neta de Deuda	(478)	3.738	(1.325)	1.739	1.181	(2.339)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(32)	32	0	0	0	0
Variación de Caja	(1.561)	1.279	(577)	(1.990)	2.294	413
Estado de Resultados						
Ventas Netas	28.330	38.027	37.499	34.847	28.064	27.574
Variación de Ventas (%)	(2,1)	1,4	7,6	24,2	1,8	(18,5)
EBIT Operativo	1.633	2.340	2.418	2.588	1.872	2.213
Intereses Financieros Brutos	335	493	427	392	355	488
Resultado Neto	1.101	1.224	1.882	1.539	2.178	1.689

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 US\$ 4 millones. El 30/12/10 se concretó la emisión por un total de US\$ 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 constituye 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 (EA Servicios Financieros SRL) 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.

Fiduciante: Aluminios del Uruguay S.A.

Fiduciario: EA Servicios Fiduciarios S.R.L.

Asesor de la emisión: Jorge Caumont & Asociados.

Agentes de distribución: Jorge Caumont Corredor de Bolsa, Rospide Sociedad de Bolsa S.A.

Cotización, Agentes de Pago, Agente Fiduciario y Entidad Registrante: Bolsa de Valores de Montevideo.

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.

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 27 de noviembre de 2014 confirmó en **Categoría BBB+(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 4 millones (emitidos US\$ 3 MM) 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.

El presente Informe Resumido es complementario al Informe Integral de fecha 29 de abril de 2014, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

Fuentes

- Balances generales auditados hasta el 30/09/2014.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto de emisión de las Obligaciones Negociables.

Las calificaciones antes señaladas 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 calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR 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](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, 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. FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A.

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 está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. 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 FIX SCR 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 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 S.A. 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 FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR 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 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 afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR 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 S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. 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. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR 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 S.A.. FIX SCR S.A. 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. FIX SCR 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 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.