

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

DUCSA Informe Integral

Calificaciones

Emisor **AA+(uy)**

Perspectiva

Rating Watch Negativo

Resumen Financiero

	30/09/18	31/12/17
	9 M	12 M
Total Activos (Uyu\$ MM)	5.428	5.430
Total Deuda Financiera (Uyu\$ miles)	326	3.376
Ingresos (Uyu\$ MM)	30.414	38.563
EBITDA (Uyu\$ MM)	680	830
Margen EBITDA	2.2	2.2

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

FIX: **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A.**

Analista Primario

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54.11.5235.8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Cianni
Director Asociado
+54.11.5235.8146
pablo.cianni@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+54.11.5235.8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Rating Watch Negativo a partir de un ambiente regulatorio incierto: la falta de renovación del contrato de distribución con ANCAP que venció en diciembre'16 afecta negativamente la calidad crediticia de DUCSA. Actualmente las distribuidoras se encuentran operando con contratos vencidos pero mantienen las condiciones de abastecimiento y precios precedentes. (sin ajustes desde 2016).

Flujo de fondos libre positivo: la generación de fondos libre se deriva principalmente de la estabilidad de márgenes, ante una creciente demanda de los negocios regulados (combustibles y GLP), junto con acotadas inversiones de capital y pagos de dividendos. En los últimos meses DUCSA, se ha focalizado en reducir los gastos operativos con el fin de evitar una mayor caída en los márgenes. A sept'18 el EBITDA cerró en Uyu\$ 680 millones con un margen de 2.2% manteniendo los niveles de dic'17. DUCSA es el líder en el mercado local de distribución de combustibles y lubricantes, con una participación de mercado de 58.3% y 52.3% respectivamente, medido a junio'2018.

Vínculo con su matriz ANCAP: DUCSA opera la red de estaciones de servicio con la marca ANCAP en Uruguay, siendo ANCAP la única empresa autorizada por ley a importar y refinar combustibles en el país. Si bien la operación de DUCSA compite con otros distribuidores privados en igualdad de condiciones, la marca ANCAP es una fortaleza relevante sobre todo para el mercado minorista. DUCSA es una sociedad 100% controlada por ANCAP, si bien esta última no garantiza a la primera ni le provee soporte financiero. ANCAP es un activo altamente estratégico para el país, y opera además como regulador del mercado a través de los precios de los combustibles que sugiere al Poder Ejecutivo y de los márgenes que establece en los contratos de distribución. La distribución minorista de combustible no está considerada como estratégica en términos de política gubernamental sin embargo existe un vínculo entre DUCSA y ANCAP que se ve materializado no sólo en el uso de la marca comercial, sino también a través de la composición de su directorio.

Fuerte Liquidez: en los últimos años DUCSA operó con una buena posición de liquidez proveniente de la generación de su caja operativa. Ante un escenario de incertidumbre regulatoria, FIX no anticipa necesidades de financiamiento adicional.

Sensibilidad de la calificación

El Rating Watch negativo contempla el ambiente regulatorio incierto derivado de la falta de contrato con ANCAP que podrían provocar una presión en el flujo de fondos y en la liquidez de la compañía. FIX revisará la calificación una vez que se conozca la nueva situación contractual y regulatoria. La calificación contempla el riesgo reputacional de ANCAP como accionista de DUCSA y dueño de la marca comercial y la fuerte liquidez y bajo endeudamiento de la compañía.

Liquidez y estructura de capital

A sept'18, DUCSA mantenía caja e inversiones corrientes por Uyu\$ 1.314 millones. La deuda total era de Uyu\$ 326 miles y corresponde a acreedores por leasing. Ante una política de limitada de dividendos y acotadas necesidades de inversiones, FIX estima que la compañía continuara manteniendo una fuerte posición de liquidez.

Perfil del Negocio

DUCSA (Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.) es un emprendimiento estatal bajo derecho privado que nació en el año 2001 cuando ANCAP toma la distribución de combustibles para la red de estaciones de sello ANCAP.

Relación DUCSA con ANCAP (accionista)

ANCAP es, por ley, el único importador y refinador de combustibles líquidos del Uruguay, y cumple un rol estratégico para el Estado al tener que asegurar el completo suministro de combustible para todo el país, cubriendo el 100% de la demanda.

Dado su rol estratégico, ANCAP recibe apoyo financiero del estado Uruguayo cuando lo necesita para enfrentar escenarios más estresados, siendo su prioridad el completo suministro de combustible. DUCSA es una filial relevante para ANCAP, representando en 2017 el 68% de las ventas consolidadas, el 16% del EBITDA y un 25% de la caja disponible.

A pesar de ser una compañía de capitales estatales, DUCSA muestra las mismas prácticas que las compañías privadas que participan en la distribución de combustibles en Uruguay. Todos los participantes del mercado mantienen las mismas condiciones comerciales y operan con las mismas reglas, por lo que DUCSA no muestra sinergias operacionales con el grupo ANCAP. Sin embargo, el sello de su marca comercial (ANCAP), la composición de su directorio y algunas intervenciones menores en sus decisiones, la vinculan al grupo estatal de manera más estrecha. (Ver riesgo regulatorio).

Operaciones

DUCSA es la principal compañía distribuidora de combustibles en el mercado interno uruguayo, con una participación de mercado del 58.3% medida a junio 2018. Además, DUCSA es la compañía líder en la comercialización de lubricantes, y suministra también combustibles para barcos de bandera nacional y extranjera (Bunker) y GLP (supergás).

Combustibles: (88% del EBITDA a junio'18)

ANCAP tiene por Ley el monopolio de la refinación e importación de crudo y derivados desde 1931. ANCAP también actúa como ente regulador del mercado y lo hace a través del contrato con los Distribuidores. La venta a través de estaciones de servicio es el segmento más relevante y el más atomizado. Existen 284 puntos de venta, de los cuales solamente 2 son operados directamente por DUCSA (el resto por concesionarios). Existen además, otros canales de venta como grandes clientes, y Bocas de consumo. En estos canales no se paga el 100% del margen de comercialización a los distribuidores, salvo que intervenga la Estación de Servicio. DUCSA cuenta con importantes ventajas competitivas en este segmento como lo son: la cobertura que alcanza y la conectividad de gran parte de su red. Solo 20 estaciones de servicios son propiedad de DUCSA.

Lubricantes:

El mercado de lubricantes está totalmente desregulado existe libre importación, disponibilidad de producto, libre comercialización y los precios y márgenes surgen de la competencia en el mercado. ANCAP es el único que tiene una planta de lubricantes en el país (hace blending). Existe tratamiento impositivo igualitario / equitativo entre el producto elaborado localmente y el importado.

GLP:

El precio del producto al usuario final está regulado por el Gobierno al igual que en el resto de los combustibles líquidos, y sus márgenes surgen de los contratos entre ANCAP y los Distribuidores. El producto se distribuye a granel (Acodike y Riogas) y envasado en 13 kg y 45 kg (Acodike, Riogas, Megal y DUCSA). El GLP envasado se distribuye a través de agentes y subagentes, y su uso es principalmente doméstico. La modalidad más usual de adquisición por parte del cliente final es a través de llamadas telefónicas a los call center (modalidad fuertemente asociada al producto). Logística de distribución y almacenamiento en plantas intermedias.

Bunker:

El aumento de las exportaciones y el crecimiento de la actividad portuaria como eje de trasbordo en la región, brindó a DUCSA la oportunidad para que este negocio creciera fuertemente. En la actualidad DUCSA distribuye a través de uno de los principales operadores internacionales.

Riesgo del Sector

El marco regulatorio es el principal riesgo del sector. ANCAP tiene por Ley el monopolio de la refinación e importación de crudo y derivados desde 1931. ANCAP también actúa como ente regulador del mercado y lo hace a través del contrato con los Distribuidores. En los últimos años el mercado regulatorio era estable y predecible, ANCAP mantenía los mismos contratos con todas la distribuidoras del sector y los márgenes de distribución se actualizaban utilizando un mix entre el índice de precios al consumidor, el tipo de cambio y la variación del salario del sector. Sin embargo, en diciembre 2016 vencieron los contratos con las distribuidoras y ANCAP decidió modificar el nuevo contrato reduciendo los márgenes de distribución en un 10%, brindando un ambiente regulatorio incierto. Por otro lado DUCSA firmó la renovación del contrato hasta junio 2017, aceptando las nuevas condiciones que contemplaban además, ajustes de costos trimestrales utilizando el índice de precios al consumidor. El 29 de junio, ANCAP decidió unificar la situación tarifaria de los distribuidores suspendiendo el ajuste de costos estipulado para DUCSA. A la fecha, las distribuidoras operan con los contratos vencidos y todas bajo las mismas condiciones de abastecimiento, obteniendo el combustible de ANCAP y recibiendo un margen de distribución sin ajustes por incremento de costos.

Posición Competitiva

Combustibles

DUCSA, a través de la red de estaciones de servicio ANCAP y otros servicios, es el líder en el mercado de distribución de combustibles de Uruguay, con una participación de mercado medida a junio de 2018 del 58.3%, en un mercado que se caracteriza por su fuerte regulación y sus altas barreras de entrada. Además, DUCSA cuenta con importantes ventajas competitivas, como lo son la cobertura que alcanza en todo el país, la conectividad de gran parte de su red (especialmente para grandes clientes) y el fuerte reconocimiento de marca ANCAP.

Lubricantes

DUCSA comercializa la marca ANCAP, la cual es elaborada por ANCAP e importa y comercializa la marca Texaco. Petrobras importa y comercializa son su estructura propia. Axion importa y comercializa a través de un tercero distribuidor de lubricantes (Lidermind SA). Existen además otras marcas que son importadas y comercializadas a través de representantes locales. La participación de mercado de DUCSA en lubricantes (Ancap y Texaco) a junio'18 fue de 52.3%.

GLP

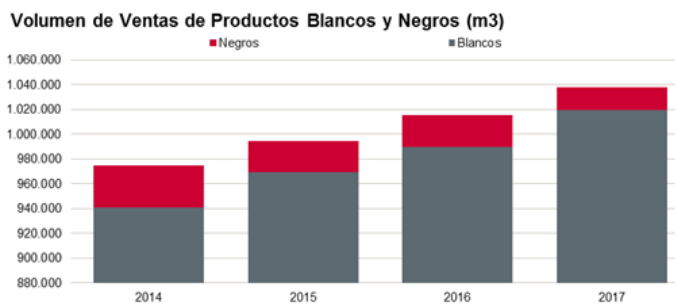
Acodike y Riogas tienen una participación mayoritaria del mercado, DUCSA posee un 20% con unas 9.393 toneladas vendidas en el primer semestre de 2017.

Administración y Calidad de los Accionistas

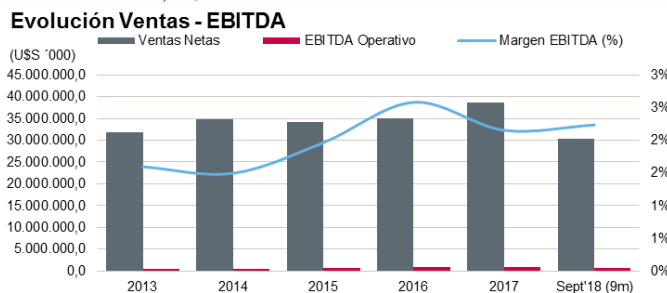
ANCAP es propietaria en forma directa del 99.77% del capital social de DUCSA, siendo el otro accionista Petrouuguay S.A., sociedad anónima argentina perteneciente a ANCAP, que a su vez es 100% propiedad del estado de Uruguay.

Perfil Financiero

Rentabilidad



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A sep'18, los ingresos de DUCSA ascendieron a Uy\$ 30.415 millones creciendo un 8.% con respecto al mismo período del año debido principalmente al incremento en los combustibles distribuidos.

Los márgenes de distribución de DUCSA no han sido ajustados desde 2016. A sept'18 el margen de EBITDA se mantuvieron en 2.2%, debido al ajuste de costos realizado por la compañía. Se espera que los márgenes para los próximos meses se mantenga por arriba de 2%.

Flujo de fondos

Durante los últimos 5 años, la compañía ha mostrado una estable capacidad de generación de flujos, variaciones de capital de trabajo manejables, inversiones moderadas y dividendos acotados al 30% de las utilidades. A sept' de 2018, el flujo generado por operaciones (FGO) fue de Uyu\$ 534 millones y el capital de trabajo resultó negativo en Uyu\$ 85 millones. DUCSA realizó inversiones por Uyu\$ 71.7 millones y pagó dividendos a ANCAP por Uyu\$ 150 MM, obteniendo un flujo de fondos libre positivo de Uy\$ 226.4 millones. Para los próximos ejercicios esperamos que la compañía, dado el acotado nivel de inversiones y la política de dividendos esperamos que el flujo de fondos libre continúe siendo positivo.

Liquidez y estructura de capital

La compañía emitió ON Clase 1 por USD 3.0 millones en para financiar parcialmente la construcción del actual edificio donde funciona la administración de la compañía. En diciembre'17 DUCSA canceló totalmente las mismas de acuerdo a su cronograma de vencimientos, reduciendo su endeudamiento a descubiertos para cubrir desfasaje ocasionales de capital de trabajo y/o leasing por arrendamiento. A sept'18 la deuda era de Uy\$ 0.3 millones correspondiente el 100% a leasing por arrendamiento financiero. El indicador de Deuda Financiera neta a EBITDA se ha mantenido negativo en los últimos años evidenciando la elevada liquidez de la compañía. A sept'18 la caja e inversiones ascendieron a Uyu\$ 1.314 millones.

Fondeo y flexibilidad financiera

DUCSA financia sus operaciones mediante recursos propios, proveedores y deuda de corto plazo principalmente en período de financiamiento del negocio de Agro. Los picos de demanda de combustibles se producen usualmente en los meses Abril-Mayo hasta Julio. En estos meses las necesidades de capital de trabajo pueden llegar hasta US\$10 millones.

DUCSA cuenta con un fluido acceso al mercado de créditos locales, con líneas de crédito disponibles por arriba de US\$25 millones.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios correspondientes a sep'18 han sido estimados anualizando las cifras del período. La variación de ingresos netos a sept'18 ha sido estimada con respecto al mismo período del año anterior.

Resumen Financiero - Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A

(miles de Uy\$, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	31,47	28,81	29,26	29,95	24,37
Tipo de Cambio Promedio	17,63	28,68	29,92	27,96	23,65
Período	sep-18	2017	2016	2015	2014
	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	679.963	830.609	904.764	672.142	521.372
EBITDAR Operativo	679.963	830.609	904.764	672.142	521.372
Margen de EBITDA	2,2	2,2	2,6	2,0	1,5
Margen de EBITDAR	2,2	2,2	2,6	2,0	1,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,7	18,0	22,6	19,2	14,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,7	0,3	1,1	1,9	(0,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	17,6	17,4	20,4	17,5	19,4

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	268,5	212,2	80,0	55,0	43,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	340,8	257,0	91,2	57,7	50,6
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	340,8	257,0	91,2	57,7	50,6
EBITDA / Servicio de Deuda	292,9	129,2	8,3	5,0	2,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	292,9	129,2	8,3	5,0	2,3
FGO / Cargos Fijos	268,5	212,2	80,0	55,0	43,5
FFL / Servicio de Deuda	102,0	20,5	3,6	4,9	(1,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	542,0	221,9	15,2	12,8	1,1
FCO / Inversiones de Capital	6,3	3,0	3,5	4,5	0,2

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	0,1	0,4	0,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,0	0,1	0,3	0,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,4)	(1,6)	(1,3)	(1,3)	(0,3)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,1	0,3	0,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,4)	(1,6)	(1,3)	(1,3)	(0,3)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	718,3	6,3	6,1	3,9	2,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	100,0	94,7	99,2	55,1	56,8

Balance

Total Activos	5.428.191	5.430.277	4.903.234	4.543.503	4.098.064
Caja e Inversiones Corrientes	1.314.020	1.295.472	1.256.486	1.076.088	523.604
Deuda Corto Plazo	326	3.198	98.876	123.711	213.989
Deuda Largo Plazo	0	178	776	100.933	162.460
Deuda Total	326	3.376	99.652	224.644	376.449
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	326	3.376	99.652	224.644	376.449
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	326	3.376	99.652	224.644	376.449
Total Patrimonio	4.201.886	3.798.650	3.405.802	3.107.976	2.745.778
Total Capital Ajustado	4.202.213	3.802.026	3.505.453	3.332.620	3.122.227

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	533.693	682.671	783.323	629.351	438.003
Variación del Capital de Trabajo	(85.271)	(140.447)	134.384	391.943	(387.394)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	448.422	542.224	917.706	1.021.294	50.609
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(71.739)	(178.283)	(260.375)	(227.082)	(212.299)
Dividendos	(150.226)	(235.611)	(271.175)	(149.069)	(118.959)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	226.457	128.331	386.156	645.143	(280.649)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	30.578	11.784	13.956	12.939	14.466
Otras Inversiones, Neto	(181.351)	(68.481)	0	77.776	16.012
Variación Neta de Deuda	(303)	(97.110)	(97.094)	(99.073)	(23.127)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	(96.457)	0	0
Variación de Caja	75.381	(25.476)	206.561	636.785	(273.298)

Estado de Resultados

Ventas Netas	30.414.822	38.563.220	35.037.977	34.211.485	34.852.462
Variación de Ventas (%)	8,8%	10,1	2,4	(1,8)	9,3
EBIT Operativo	578.180	708.747	787.627	571.598	427.205
Intereses Financieros Brutos	1.995	3.232	9.919	11.655	10.311
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	551.762	628.459	665.457	511.266	496.895

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 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 28 de noviembre de 2018, confirmó (*) en la **Categoría AA+(uy) Rating Watch Negativo**, a la calificación de Emisor de **Distribuidora Uruguaya de Combustible S.A.**

Categoría AA(uy): “AA” nacional 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 mejor calificados dentro del país.

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.

Rating Watch: una calificación se colca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio de la calificación asignada y la probable dirección de este cambio. El rating Watch se designa como “Positivo”, indicando una posible suba, “Negativo” en caso de una potencial baja, y “En evolución” cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador de RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo 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.

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

Fuentes

- Estados Contables Intermedios de revisión limitada al 30/9/2018 y 30/06/2018.
- Estados Contables Auditados al 31/12/2017
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: KPMG.
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

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 calificadora-, 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](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 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 LIDER 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 disseminación 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.