

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

DUCSA Informe Integral

Calificaciones

Emisor **AA+(uy)**

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	30/09/19	31/12/18
	9 M	12 M
Total Activos (Uyu\$ MM)	6.559	6.028
Total Deuda Financiera (Uyu\$ miles)	--	0.1
Ingresos (Uyu\$ MM)	36.670	42.045
EBITDA (Uyu\$ MM)	698	846
Margen EBITDA	2.1	2.0

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

Perspectiva Estable: FIX SCR – afiliada de Fitch Ratings – retiró el Rating Watch Negativo y asignó Perspectiva Estable tras el restablecimiento de un marco regulatorio que permite a DUCSA continuar operando bajo contrato con tarifas ajustables mensualmente por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), a partir de Oct'19. El laudo de sept'19 por el arbitraje entre ANCAP y Petrobras y Axion, derivado de la decisión de ANCAP de reducir un 10% el margen de distribución, estableció ciertas pautas de operación que serán aplicables también a DUCSA y Canopus. Los nuevos ajustes tarifarios junto con el manejo eficiente de los costos le permitirá a DUCSA continuar manteniendo márgenes de rentabilidad cercanos al 2% y un EBITDA cercano a USD 29 millones. La regulación del mercado, que enmarca la mayor parte del negocio, establece altas barreras de ingreso y márgenes de comercialización independientes del precio de los combustibles. DUCSA mantiene una posición de liderazgo en la distribución de combustibles y lubricantes, con una participación del 58.7% y 53.5% respectivamente.

Vínculo con su matriz ANCAP: DUCSA posee una fuerte relación con ANCAP determinada por los vínculos accionarios y la integración operativa, dado que DUCSA opera la red de estaciones de servicio con la marca ANCAP. 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. ANCAP cumple el doble rol de único proveedor, ya que es la única empresa autorizada por ley a importar y refinar combustibles en el país, y de regulador. 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. El riesgo regulatorio limita la calificación, dado que cambios en las tarifas de distribución y/o otras condiciones operacionales impuestas por ANCAP podrían deteriorar el perfil crediticio de DUCSA.

Sólido perfil crediticio: DUCSA muestra un sólido perfil crediticio basado en una capacidad de generación de flujos operacionales sustentables y una generación de flujo de fondos libre positiva derivada de reducidas inversiones de capital y pagos de dividendos manejables, cercanos al 30% de la utilidad neta. En diciembre'17 la compañía canceló la última cuota de capital de las Obligaciones Negociables reduciendo su endeudamiento a descubiertos ocasionales para cubrir desfasaje de capital de trabajo en época de cosecha. A sept 2019 la compañía no cuenta con endeudamiento financiero.

Sensibilidad de la calificación

La calificación de DUCSA podría verse afectada negativamente ante un cambio en el marco regulatorio que empobrezca el perfil crediticio de la compañía y/o se evidencie un pobre manejo de los excedentes de flujo o de las inversiones.

La calificación de DUCSA se ve limitada por el riesgo regulatorio y su falta de diversificación de negocios e integración vertical.

Liquidez y estructura de capital

Fuerte Liquidez: a sept'19, DUCSA mantenía una posición de caja e inversiones corrientes por Uy\$ 2.263 millones, Las inversiones en Letes de regulación monetaria le permiten a DUCSA mantener una conservadora política de inversiones.

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 2018 el 64% de las ventas consolidadas, el 10% del EBITDA y un 23% 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. 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 58.7% medida a sept'19. 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: (85% del EBITDA a sept'19)

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. Adicionalmente, DUCSA es propietaria de la tierra e inmuebles de 20 estaciones de servicios.

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.

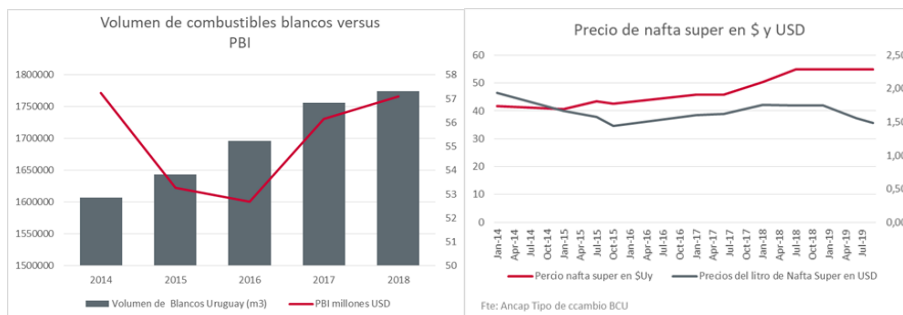
Bunker:

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.

El marco regulatorio ha sido estable y predecible hasta dic'16. En dic'16 tras el vencimiento de los contratos con las distribuidoras, ANCAP decidió modificar el nuevo contrato reduciendo los márgenes de distribución en un 10%. Petrobras y Axion decidieron acudir a un arbitraje alegando que ANCAP posee el doble rol siendo parte y regulador. DUCSA, al ser subsidiaria de ANCAP firmó la renovación del contrato aceptando las nuevas condiciones que contemplaban además, ajustes de costos trimestrales utilizando el índice de precios al consumidor. El 29 de junio 2017, ANCAP decidió unificar la situación tarifaria de los distribuidores suspendiendo el ajuste de costos estipulado para DUCSA. Las cuatro distribuidoras continuaron operando sin contrato bajo el nuevo esquema de precios estipulado por ANCAP. En sept'19 el tribunal arbitral laudó confirmando la baja del 10% a la tarifa y estableciendo ajustes mensuales por Índice de Precios al Consumidor a partir de oct'19. Adicionalmente, Petrobras y Axion recibirán un reconocimiento por los ajustes tarifarios retroactivos.



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 sept'19 del 58.7%, 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 sept'19 fue de 53.5%.

GLP

Acodike y Riogas tienen una participación mayoritaria del mercado, DUCSA posee un 18.8% con unas 15.313 toneladas vendidas en los primeros nueve meses de 2019.

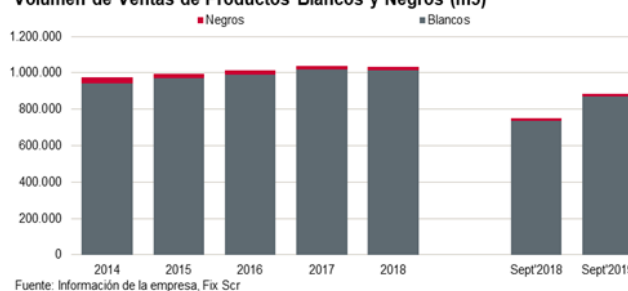
Administración y Calidad de los Accionistas

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

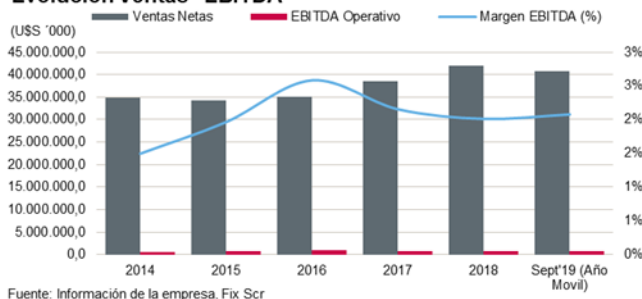
Perfil Financiero

Rentabilidad

Volumen de Ventas de Productos Blancos y Negros (m3)



Evolución Ventas - EBITDA



En los primeros nueve meses del 2019, los ingresos de DUCSA ascendieron a Uy\$ 32.699 millones versus Uy\$ 30.414 a sept'18. Los volúmenes de venta de combustibles crecieron un 17% con respecto al mismo período del año anterior debido al crecimiento del mercado y un leve incremento de la participación de DUCSA. A sept'19 el margen de EBITDA resultó en 2.1%, en línea con años anteriores y a lo esperado para dicha industria. La falta de ajustes a la tarifa de distribución fue compensada con una eficiencia en los costos, posibilitando el mantenimiento de los márgenes. En los próximos ejercicios, se espera que debido a los ajustes tarifarios, el margen permanezca 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 septiembre de 2019, el flujo generado por operaciones (FGO) fue de Uyu\$ 566 millones y el capital de trabajo resultó positivo en Uyu\$ 199 millones. DUCSA realizó inversiones por Uyu\$ 62.8 millones y pagó dividendos a ANCAP por Uyu\$ 82.9 MM, obteniendo un flujo de fondos libre de Uy\$ 620 millones. Para los próximos ejercicios esperamos que el flujo libre continúe siendo positivo.

Liquidez y estructura de capital

En 2014 la compañía incurrió a la emisión de ON Clase 1 por USD 3.0 millones para financiar parcialmente la construcción del actual edificio donde funciona la administración de la compañía. En diciembre'17 la compañía canceló la última cuota de capital de las Obligaciones Negociables reduciendo su endeudamiento a descubiertos para cubrir desfasaje ocasionales de capital de trabajo. A sep'19 la compañía no tenía deuda financiera.

Históricamente, DUCSA ha operado con una fuerte posición de liquidez. A sept'19 la caja e inversiones ascendieron a Uyu\$ 2.261 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'19 han sido estimados anualizando las cifras del período. La variación de ingresos netos a sept'19 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

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Periodo

Tipo de Cambio Promedio

Período

Año Móvil sep-19 jun-19 2018 2017 2016 2015

12 meses 9 meses 6 meses 12 meses 12 meses 12 meses 12 meses

Rentabilidad							
EBITDA Operativo	848.622	697.976	469.684	845.969	830.609	904.764	672.142
EBITDAR Operativo	848.622	697.976	469.684	845.969	830.609	904.764	672.142
Margen de EBITDA	2,1	2,1	2,2	2,0	2,2	2,6	2,0
Margen de EBITDAR	2,1	2,1	2,2	2,0	2,2	2,6	2,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,0	11,8	7,5	17,5	18,0	22,6	19,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,3	1,9	0,3	1,5	0,3	1,1	1,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,3	15,9	17,1	15,5	17,4	20,4	17,5

Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	579,8	6.829.054,4	4.178.917,0	36.542,6	212,2	80,0	55,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	686,2	8.409.351,2	5.658.843,3	41.062,5	257,0	91,2	57,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	686,2	8.409.351,2	5.658.843,3	41.062,5	257,0	91,2	57,7
EBITDA / Servicio de Deuda	213,0	254,0	5.658.843,3	6.398,9	129,2	8,3	5,0
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	213,0	254,0	5.658.843,3	6.398,9	129,2	8,3	5,0
FGO / Cargos Fijos	579,8	6.829.054,4	4.178.917,0	36.542,6	212,2	80,0	55,0
FFL / Servicio de Deuda	131,4	301,0	685.003,9	4.871,6	20,5	3,6	4,9
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	698,9	1.123,9	12.465.783,3	16.519,4	211,3	15,2	12,8
FCO / Inversiones de Capital	5,1	12,2	5,2	7,7	3,0	3,5	4,5

Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(2,7)	(2,4)	(2,1)	(1,8)	(1,5)	(1,3)	(1,3)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(2,7)	(2,4)	(2,1)	(1,8)	(1,5)	(1,3)	(1,3)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	48,8	0,0	0,3	9,4	6,3	6,1	3,9

Balance							
Total Activos	6.558.892	6.558.892	5.977.223	6.028.284	5.430.277	4.903.234	4.543.503
Caja e Inversiones Corrientes	2.261.407	2.261.407	1.955.609	1.539.902	1.226.860	1.256.486	1.076.088
Deuda Corto Plazo	2.748	2.748	0	112	3.198	98.876	123.711
Deuda Largo Plazo	1.995	1.995	0	0	178	776	100.933
Deuda Total	4.743	4.743	0	112	3.376	99.652	224.644
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.743	4.743	0	112	3.376	99.652	224.644
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.743	4.743	0	112	3.376	99.652	224.644
Total Patrimonio	4.787.768	4.787.768	4.610.727	4.311.412	3.798.650	3.405.802	3.107.976
Total Capital Ajustado	4.792.511	4.792.511	4.610.727	4.311.524	3.802.026	3.505.453	3.332.620

Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	715.789	566.811	346.850	752.830	682.671	783.323	629.351
Variación del Capital de Trabajo	144.178	199.354	(173.969)	160.452	(140.447)	134.384	391.943
Flujo de Caja Operativo (FCO)	859.967	766.165	172.881	913.282	542.224	917.706	1.021.294
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(1)	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(169.397)	(62.853)	(33.097)	(119.029)	(178.283)	(260.375)	(227.082)
Dividendos	(168.315)	(82.930)	(82.930)	(150.226)	(235.611)	(271.175)	(149.069)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	522.255	620.381	56.855	644.027	128.331	386.156	645.143
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(10.284)	8.510	1.097	33.833	11.784	13.956	12.939
Otras Inversiones, Neto	200.955	88.085	353.228	(373.525)	(68.481)	0	77.776
Variación Neta de Deuda	(96.918)	(112)	(112)	(581)	(97.110)	(97.094)	(99.073)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	(96.457)	0
Variación de Caja	616.007	716.864	411.068	303.754	(25.476)	206.561	636.785

Estado de Resultados							
Ventas Netas	40.848.205	32.699.807	21.788.516	42.045.007	38.563.220	35.037.977	34.211.485
Variación de Ventas (%)	5,9	7,5	7,2	9,0	10,1	2,4	(1,8)
EBIT Operativo	728.248	597.680	403.035	709.520	708.747	787.627	571.598
Intereses Financieros Brutos	1.237	0	0	21	3.232	9.919	11.655
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	635.982	597.680	382.244	661.287	628.459	665.457	511.266

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 2019, confirmó (*) en la **Categoría AA+(uy)**, retiró el Rating Watch (alerta) Negativo y asignó **Perspectiva Estable**, 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.

La perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de periodo de uno o 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 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 30/9/2019 y 30/06/2019.
- Estados Contables Auditados al 31/12/2018
- 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 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.