

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A. (DUCSA)

Factores relevantes de la Calificación

Perspectiva Estable: FIX SCR Uruguay Calificador de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX - mantiene la Perspectiva Estable de DUCSA considerando las fuertes métricas crediticias de la compañía tras el restablecimiento del marco regulatorio en Octubre'19. En 2020 la caída de rentabilidad por el menor consumo a partir de marzo'20, estimada en 5% para productos blancos, será compensada con la actualización del margen de distribución, la reducción de costos y gastos implementada por la compañía y el incremento en la participación de mercado en los principales productos comercializados. FIX espera que en 2020 los ingresos de la compañía se reduzcan un 20% medidos en dólares debido al menor precio de los combustibles pero que los márgenes se sostengan por arriba de 2.5%. La compañía cuenta con una fuerte posición de liquidez y conservadora estructura de capital.

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 derivados de su posición de liderazgo, un marco regulatorio que brinda soporte a los precios y el adecuado manejo del capital de trabajo operando con elevadas garantías con las estaciones de servicios y la industria. Las reducidas inversiones de capital y pagos de dividendos manejables, cercanos al 30% de la utilidad neta, le permitieron lograr flujo fondos libres positivos desde 2015 a 2019. A pesar de que en 2020 la elevada distribución de dividendos aprobados en abril'20 por \$ 1.000 MM (cerca de USD 23.4MM) produjo un flujo de fondos libre negativo, que a sept'20 resultó en USD -20.3 MM, la robusta liquidez y conservadora estructura de capital mantienen el perfil crediticio. A sept'20 la participación de mercado de combustibles resultó en 59.5% y de lubricantes en 56.15%. DUCSA no posee deuda financiera con excepción a descubiertos ocasionales para cubrir desfases de capital de trabajo en época de cosecha y arrendamiento financieros.

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.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional
Emisor AA+(uy)

Perspectiva
Estable

Resumen Financiero

DUCSA		
Consolidado (\$ millones)	30/09/20 Año móvil	31/12/2019 12 meses
Total Activos	5.596	6.455
Deuda Financiera	2	2
Ingresos	42.766	44.642
EBITDA (operativo)	1.191	960
EBITDA (%)	2.8	2.0

Criterios Relacionados

[Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en \[www.bcu.gub.uy\]\(http://www.bcu.gub.uy\)](#)

Analistas



Analista Principal
Gabriela Curutchet
Director Asociado
gabriela.curutchet@fixscr.com
+54 11 5235 8122



Analista Secundario
Gustavo Avila
Director
gustavo.avila@fixscr.com
+54 11 5235 8142



Responsable del Sector
María Cecilia Minguillón
Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
+54 11 5235 8123

Liquidez y Estructura de Capital

Robusta Liquidez: A sep'20, DUCSA mantenía una posición de caja e inversiones corrientes por Uy\$ 1.844 millones. Las inversiones en Letras 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. Uruguay no produce petróleo.

Millones/Uy\$	Balance 2018		
	DUCSA	ANCAP individual	ANCAP consolidado
Ingresos	42.045	59.055	65.775
EBITDA	846	6.658	8.462
Deuda Financiera	0	14.092	18.248
Caja	1.540	3.131	6.828
Dividendos distribuidos	-150	0	0

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 2019 el 66% de las ventas consolidadas, el 13% del EBITDA teniendo el 17% 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. Hasta el momento, no se ha evidenciado presión de parte de ANCAP sobre los flujos / dividendos de DUCSA.

Operaciones

DUCSA es la principal compañía distribuidora de combustibles en el mercado interno uruguayo, con una participación de mercado del 59.5% medida a sept'20. 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: 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 280 puntos de venta, de los cuales solamente 3 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 7 estaciones de servicios son propiedad de DUCSA.

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).

Lubricantes: El mercado de lubricantes está totalmente desregulado y 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.

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.

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.

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 septiembre de 2020 del 59.5%, 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 con su estructura propia. Axion importa y comercializa a través un distribuidor de lubricantes, el cual no pertenece a la compañía (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 sep'20 fue de 56.15%.

GLP: Acodike y Riogas tienen una participación mayoritaria del mercado, DUCSA posee un 19.5%, lo cual equivale a 17.078 toneladas vendidas en los primeros nueve meses de 2020.

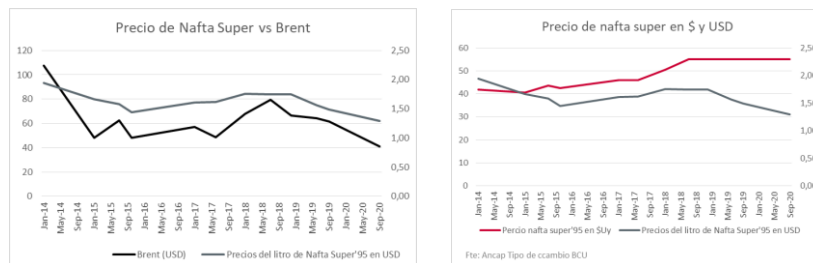
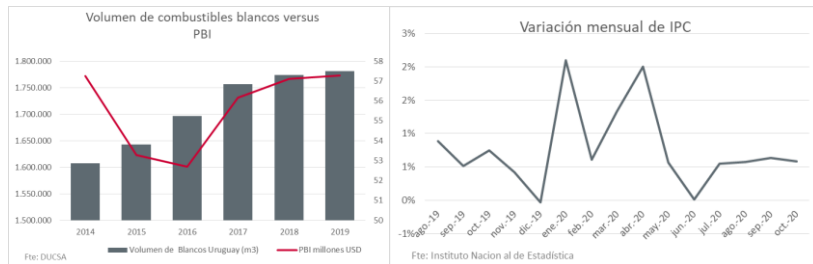
Riesgos del sector

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 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

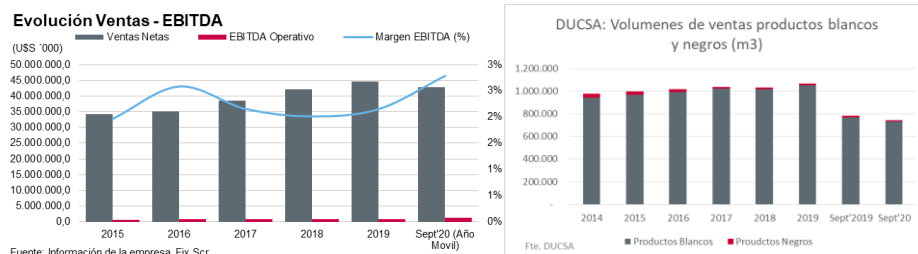
los márgenes de distribución en un 10%. Petrobras y Axion decidieron acudir a un arbitraje alegando que ANCAP posee el doble rol siendo parte y regulador. Las cuatro distribuidoras continuaron operando sin contrato bajo el nuevo esquema de precios estipulado por ANCAP. En sept'19 el tribunal arbitral laudó confirmando la baja del 10% a la tarifa y estableciendo, para todas las distribuidoras ajustes mensuales por Índice de Precios al Consumidor a partir de oct'19. Adicionalmente, Petrobras y Axion recibieron un reconocimiento por los ajustes tarifarios retroactivos. DUCSA recibe ajustes mensuales con el IPC de dos meses para atrás. En el último año móvil a sept'20 el IPC se incrementó en un 9.1%.



Perfil Financiero

Rentabilidad

En los primeros nueve meses del 2020, los ingresos de DUCSA resultaron en Uy\$ 30.823 millones versus Uy\$ 32.700 a sept'19. Los volúmenes de venta de combustibles se redujeron en un 5% con respecto al mismo período del año anterior debido a la menor demanda durante los meses de abril, mayo y junio por las medidas sanitarias. Los precios de ventas se redujeron en promedio, medidos en dólares, en 13% principalmente por la suba del tipo de cambio. A sept'20 el margen de EBITDA resultó en 3.0%, siendo superior a años anteriores (2.1% en sept'19) pero en línea con lo esperado para dicha industria. Los ajustes mensuales por IPC a partir de sept'19 y la eficiencia en los costos explican la mejora. En los próximos ejercicios, se espera que debido a los ajustes tarifarios, el margen permanezca cercano a 2.5%.



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 2020, el flujo generado por operaciones (FGO) fue de Uy\$ 692 millones y el capital de trabajo resultó negativo en Uy\$ 379 millones. DUCSA realizó inversiones por Uy\$ 94 millones y pagó dividendos a ANCAP por Uy\$ 1.070 MM, obteniendo un flujo de fondos libre negativo de Uy\$ 851 millones. El 3 de abril de 2020 la

Asamblea General de accionistas aprobó un dividendo extraordinario de \$ 1.000 millones correspondiente a resultados acumulados de ejercicios anteriores. El dividendo se pagó con la liquidez de la compañía. Para los próximos ejercicios esperamos que el flujo libre resulte positivo.

Liquidez y estructura de capital

La compañía opera sin endeudamiento financiero desde dic'2017, fecha en la cual cancelo la última cuota de la ON Clase 1, con excepción de cierto descubierto para cubrir desfasajes ocasionales de capital de trabajo y arrendamiento financiero. A sep'20 la deuda de la compañía era de \$ 2.0 MM compuesta 100% por arrendamientos financieros. Históricamente, DUCSA ha operado con una fuerte posición de liquidez. A sept'20 la caja e inversiones ascendieron a Uy\$ 1.84 millones.

Fondeo y flexibilidad financiera

DUCSA financia sus operaciones mediante recursos propios, proveedores y deuda de corto plazo, principalmente en el 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 US\$30 millones.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio UYU/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	42,06	42,58	37,31	31,03	28,81	29,26
	40,75	41,87	35,29	29,31	28,68	29,92
	Año Móvil	sep-20	2019	2018	2017	2016
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	1.191.455	929.103	960.329	845.969	830.609	904.764
EBITDAR Operativo	1.191.455	929.103	960.329	845.969	830.609	904.764
Margen de EBITDA	2,8	3,0	2,2	2,0	2,2	2,6
Margen de EBITDAR	2,8	3,0	2,2	2,0	2,2	2,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,0	15,2	16,2	17,5	18,0	22,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,6)	(2,8)	0,8	1,5	0,3	1,1
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	21,9	23,0	16,5	15,5	17,4	20,4

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	13.106,7	23.086,5	19.844,4	36.542,6	212,2	80,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	17.156,8	30.970,1	24.294,9	41.062,5	257,0	91,2
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	17.156,8	30.970,1	24.294,9	41.062,5	257,0	91,2
EBITDA / Servicio de Deuda	579,2	460,5	671,2	6.398,9	129,2	8,3
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	579,2	460,5	671,2	6.398,9	129,2	8,3
FGO / Cargos Fijos	13.106,7	23.086,5	19.844,4	36.542,6	212,2	80,0
FFL / Servicio de Deuda	(542,7)	(559,6)	248,1	4.871,6	20,5	3,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	353,8	349,9	1.558,6	16.519,4	211,3	15,2
FCO / Inversiones de Capital	1,9	3,3	6,9	7,7	3,0	3,5

Estructura de Capital y Endeudamiento

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

Balance

Total Activos	5.596.423	5.596.423	6.454.592	6.028.284	5.430.277	4.903.234
Caja e Inversiones Corrientes	1.844.069	1.844.069	1.874.985	1.539.902	1.226.860	1.256.486
Deuda Corto Plazo	1.988	1.988	1.391	112	3.198	98.876
Deuda Largo Plazo	0	0	716	0	178	776
Deuda Total	1.988	1.988	2.108	112	3.376	99.652
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.988	1.988	2.108	112	3.376	99.652
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.988	1.988	2.108	112	3.376	99.652
Total Patrimonio	4.543.051	4.543.051	4.853.792	4.311.412	3.798.650	3.405.802
Total Capital Ajustado	4.545.039	4.545.039	4.855.899	4.311.524	3.802.026	3.505.453

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	910.125	692.565	784.372	752.830	682.671	783.323
Variación del Capital de Trabajo	(653.699)	(378.974)	(75.372)	160.452	(140.447)	134.384
Flujo de Caja Operativo (FCO)	256.426	313.591	709.000	913.282	542.224	917.706
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(134.910)	(94.481)	(103.282)	(119.029)	(178.283)	(260.375)
Dividendos	(1.237.928)	(1.070.143)	(250.715)	(150.226)	(235.611)	(271.175)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.116.412)	(851.033)	355.002	644.027	128.331	386.156
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	12.113	11.248	9.376	33.833	11.784	13.956
Otras Inversiones, Neto	677.976	799.717	(33.656)	(373.525)	(68.481)	0
Variación Neta de Deuda	0	0	(112)	(581)	(97.110)	(97.094)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(2.631)	0	(2.631)	0	0	(96.457)
Variación de Caja	(428.954)	(40.068)	327.978	303.754	(25.476)	206.561

Estado de Resultados

Ventas Netas	42.765.684	30.823.475	44.642.016	42.045.007	38.563.220	35.037.977
Variación de Ventas (%)	10,9	(31,0)	6,2	9,0	10,1	2,4
EBIT Operativo	1.049.104	821.141	825.643	709.520	708.747	787.627
Intereses Financieros Brutos	69	30	40	21	3.232	9.919
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	993.211	759.402	793.094	661.287	628.459	665.457

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.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings)
- LTM: Últimos doce meses

Anexo III – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 17 de noviembre 2020, confirmó* en la Categoría AA+(uy) la calificación de emisor de **Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.** La Perspectiva es Estable.

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.

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.

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)".

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. 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 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.

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

Fuente de información

- Estados Contables Intermedios de revisión limitada al 30/9/2020 y 30/06/2020.
- Estados Contables Auditados al 31/12/2019
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: Grant Thornton.
- 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



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las clasificaciones 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 la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA, 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 SA 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 SA (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 SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA 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 SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.