

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A. (DUCSA)

Factores relevantes de la Calificación

Suba de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afilada de Fitch Ratings) – en Adelante FIX- subió la calificación de emisor de DUCSA a AAA(uy) desde AA+(uy). La suba considera el fuerte vínculo con ANCAP, determinado por los vínculos accionarios, e integración operativa, y reforzado por la reciente creación del centro de servicios compartidos ATS S.A. que centraliza más de veinte procesos de las tres subsidiarias de ANCAP: DUCSA, ALUR y Cementos del Plata S.A., como ser finanzas, contabilidad, seguros, capacitación, desarrollo informático, entre otras. FIX decidió alinear la calificación de DUCSA a la calificación de ANCAP siendo esta última una compañía pública creada bajo el marco de la Ley 8764 y estando el riesgo crediticio ligado al riesgo soberano de Uruguay (Calificado por FithRatings en BBB- en escala internacional). Las subsidiarias se enfocarán en el negocio principal, logrando eficiencias en costos y controles de gestión por parte de 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.

Fuertes Métricas Operacionales: DUCSA posee fuertes métricas crediticias derivadas de un marco regulatorio sustentable tras el restablecimiento de los ajustes tarifarios en Octubre'19. La demanda de combustibles posee un comportamiento inelástico al nivel de actividad del país y la actual regulación establece limitados cambios en las locaciones de las estaciones de servicios permitiendo lograr volúmenes de ventas poco volátiles. En sep'21 (Año móvil) el EBITDA resultó en USD 32.8 millones con un margen del 3.2% (versus USD 28.2 MM y 2.8% en el cierre de período 2020). El incremento refleja el aumento del 8% del volumen de ventas y la actualización mensual del margen de distribución. FIX espera que bajo el actual marco regulatorio los márgenes se sostengan por arriba de 2.5%.

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, con pagos de dividendos manejables cercanos al 30% de la utilidad neta, le permitieron lograr Flujo de Fondos Libres positivos desde 2015, con excepción del cierre en 2020, que se realizó una distribución extraordinaria de dividendos por USD 23.4 MM. La robusta liquidez y conservadora estructura de capital mantienen el perfil crediticio. A sep'21 la participación de mercado de combustibles resultó en 60% y de lubricantes en 53.4%. DUCSA no posee deuda financiera, con excepción de descubiertos ocasionales para cubrir desfasajes 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. Adicionalmente un debilitamiento del vínculo con ANCAP podría provocar una baja en la calificación.

Informe Integral

Ratings

Nacional
Emisor AAA(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

DUCSA		
Consolidado (\$ millones)	30/09/21 Año móvil	30/06/2021 6 meses
Total Activos	6.131	6.336
Deuda Financiera	0	0
Ingresos	48.301	22.624
EBITDA (operativo)	1.419	753
EBITDA (%)	2.9	3.3

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'21, DUCSA mantenía una posición de caja e inversiones corrientes por Uy\$ 1.633 millones. Las inversiones en Letras de regulación monetaria o depósitos bancarios remunerados 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 2020		
	DUCSA	ANCAP individual	ANCAP consolidado
Ingresos	42.635	54.977	63.303
EBITDA	1.186	2.709	5.015
Deuda Financiera	0	14.732	17.983
Caja	1.762	4.800	8.430
Dividendos distribuidos	1.070		

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 2020 el 67% de las ventas consolidadas, el 59% del EBITDA y teniendo el 21% de la caja disponible. Hasta el momento, no se ha evidenciado presión por parte de ANCAP sobre los flujos / dividendos de DUCSA.

La reciente creación del centro de servicios compartidos ATS S.A. entre las tres subsidiarias del ANCAP: DUCSA, ALUR y Cementos del Plata S.A. refuerza el vínculo con ANCAP y permitirá lograr eficiencias y controles por parte de ANCAP. ATS centraliza más de veinte procesos como ser finanzas, contabilidad, seguros, capacitación, desarrollo informático, etc. Bajo esta nueva reorganización las subsidiarias se enfocarán en el negocio principal.

A partir de agosto'20 a través de la ley 19889 la Unidad reguladora de los Servicios de Energía y Agua (URSEA) pasó a ser el ente regulador, reemplazando a ANCAP en dicha función y eliminando el doble rol de ANCAP como proveedor de combustible a los distribuidores y regulador.

Operaciones

DUCSA es la principal compañía distribuidora de combustibles en el mercado interno uruguayo, con una participación de mercado del 60% medida a sep'21. 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: (83% del EBITDA sep'21)

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 7 estaciones de servicios son propiedad de DUCSA. DUCSA además a través de su subsidiaria Celemyr opera cuatro estaciones de servicios (la última inaugurada en junio'21).

GLP (10% del EBITDA sept'21):

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 de adquisición más usual por parte del cliente final es a través de llamadas telefónicas a los call center (modalidad fuertemente asociada al producto).

Lubricantes (7% del EBITDA sep'21):

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.

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 del 60% (medida a septiembre de 2021), 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'21 fue de 53.4%.

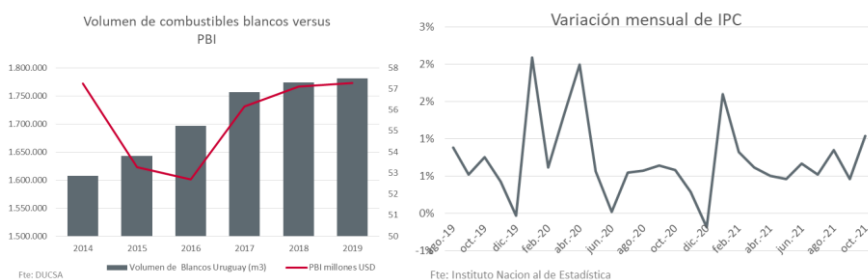
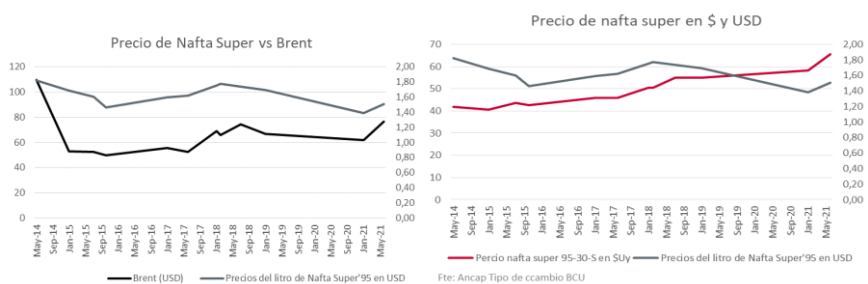
GLP

Acodike y Riogas tienen una participación mayoritaria del mercado, DUCSA posee un 19.1%, lo cual equivale a 16.511 toneladas vendidas en los primeros nueve meses de 2021.

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. Desde 2020 ANCAP dejó de actuar como regulador dejando ese rol en manos de URSEA.

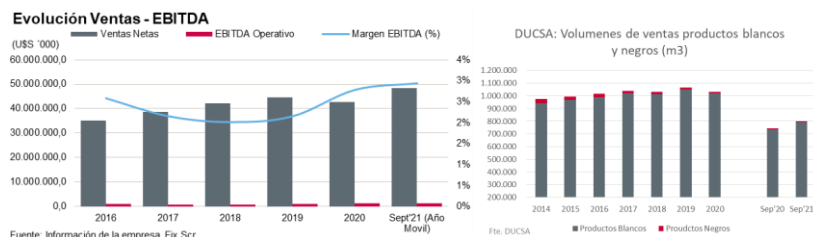
El marco regulatorio es el principal riesgo del sector. ANCAP tiene por Ley el monopolio de la refinación e importación de crudo y derivados desde 1931. A la fecha las cuatro distribuidoras operan sin contrato, logrando las mismas condiciones de abastecimiento y precios por parte de ANCAP: Desde octubre'19, ANCAP estableció para todas las distribuidoras ajustes mensuales por Índice de Precios al Consumidor. En el último año móvil a sep'21 el IPC se incrementó en un 7.41%



Perfil Financiero

Rentabilidad

En los primeros nueve meses del 2021, los ingresos de DUCSA resultaron en Uy\$ 36.490 millones versus Uy\$ 30.822 a sep'20. Los volúmenes de venta de combustibles se incrementaron un 8% con respecto al mismo período del año anterior debido a la mayor demanda en 2021 en comparación a 2020. Los precios de venta se incrementaron a partir de junio'21 en un 12% medidos en pesos y un 8% medidos en dólares, a partir de la suba implementada por ANCAP. A sep'21 el margen de EBITDA resultó en 3.2%, siendo superior al promedio del 2.7% de los últimos 3 años y en línea con los esperado. Los ajustes mensuales por IPC a partir de sep'19 explican la mejora. En los próximos ejercicios, FIX espera que debido a los ajustes tarifarios, el margen permanezca entre 2.6%-3.3%.



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. A septiembre de 2021, el Flujo Generado por Operaciones (FGO) fue de Uy\$ 890 millones y el capital de trabajo resultó negativo en Uy\$ 360 millones. DUCSA realizó inversiones por Uy\$ 97 millones y pagó dividendos a ANCAP por Uy\$ 278 MM, obteniendo un Flujo de Fondos Libre (FFL) de Uy\$ 155 millones. Para los próximos ejercicios, FIX espera que el Flujo de Fondos Libre siga manteniéndose positivo.

Liquidez y estructura de capital

La compañía opera sin endeudamiento financiero desde dic'2017, fecha en la cual canceló 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'21 la compañía no tenía endeudamiento financiero.

Históricamente, DUCSA ha operado con una fuerte posición de liquidez. A sep'21 la caja e inversiones ascendieron a Uy\$ 1.6 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 y sin utilización 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

Período	NIIF Año Móvil 12 meses	NIIF sep-21 9 meses	NIIF jun-21 6 meses	NIIF 2020 12 meses	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	1.419.364	1.162.693	753.386	1.185.774	960.329	845.969	830.609
EBITDAR Operativo	1.419.364	1.162.693	753.386	1.185.774	960.329	845.969	830.609
Margen de EBITDA	2,9	3,2	3,3	2,8	2,2	2,0	2,2
Margen de EBITDAR	2,9	3,2	3,3	2,8	2,2	2,0	2,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	21,3	17,7	12,0	18,5	16,2	17,5	18,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,5	0,4	1,5	(1,8)	0,8	1,5	0,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	21,2	24,4	23,9	20,0	16,5	15,5	17,4
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	214,3	185,0	671,2	4.250,0	19.844,4	36.542,6	212,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	282,9	240,2	860,6	5.780,3	24.294,9	41.062,5	257,0
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	282,9	240,2	860,6	5.780,3	24.294,9	41.062,5	257,0
EBITDA / Servicio de Deuda	282,9	240,2	860,6	992,1	671,2	6.398,9	129,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	282,9	240,2	860,6	992,1	671,2	6.398,9	129,2
FGO / Cargos Fijos	214,3	185,0	671,2	4.250,0	19.844,4	36.542,6	212,2
FFL / Servicio de Deuda	52,7	33,2	382,7	(625,4)	248,1	4.871,6	20,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	378,2	286,2	1.573,0	849,0	1.558,6	16.519,4	211,3
FCO / Inversiones de Capital	3,8	5,5	15,1	2,7	6,9	7,7	3,0
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(1,5)	(2,0)	(1,8)	(1,5)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(1,5)	(2,0)	(1,8)	(1,5)
Balance							
Total Activos	6.130.632	6.130.632	6.336.308	5.972.996	6.454.592	6.028.284	5.430.277
Caja e Inversiones Corrientes	1.633.122	1.633.122	2.083.860	1.762.136	1.874.985	1.539.902	1.226.860
Deuda Corto Plazo	0	0	0	990	1.391	112	3.198
Deuda Largo Plazo	0	0	0	1.052	716	0	178
Deuda Total	0	0	0	2.042	2.108	112	3.376
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	2.042	2.108	112	3.376
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	2.042	2.108	112	3.376
Total Patrimonio	5.055.581	5.055.581	4.878.992	4.709.446	4.853.792	4.311.412	3.798.650
Total Capital Ajustado	5.055.581	5.055.581	4.878.992	4.711.487	4.855.899	4.311.524	3.802.026
Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.069.966	890.897	586.652	871.634	784.372	752.830	682.671
Variación del Capital de Trabajo	(338.989)	(360.201)	221.893	(357.762)	(75.372)	160.452	(140.447)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	730.978	530.697	808.545	513.873	709.000	913.282	542.224
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(194.130)	(97.241)	(53.426)	(191.370)	(103.282)	(119.029)	(178.283)
Dividendos	(277.739)	(277.739)	(420.968)	(1.070.143)	(250.715)	(150.226)	(235.611)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	259.110	155.717	334.151	(747.640)	355.002	644.027	128.331
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	18.937	12.072	4.838	18.114	9.376	33.833	11.784
Otras Inversiones, Neto	(199.647)	(10.270)	(15.086)	610.340	(33.656)	(373.525)	(68.481)
Variación Neta de Deuda	0	0	0	0	(112)	(581)	(97.110)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(288.984)	(286.355)	(2.806)	(2.629)	(2.631)	0	0
Variación de Caja	(210.584)	(128.837)	321.097	(121.815)	327.978	303.754	(25.476)
Estado de Resultados							
Ventas Netas	48.301.423	36.489.837	22.623.717	42.635.061	44.642.016	42.045.007	38.563.220
Variación de Ventas (%)	13,3	229,4	(46,9)	(4,5)	6,2	9,0	10,1
EBIT Operativo	1.276.532	1.055.529	682.083	1.042.144	825.643	709.520	708.747
Intereses Financieros Brutos	5.016	4.841	875	205	40	21	3.232
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.073.818	907.424	590.514	925.797	793.094	661.287	628.459

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 29 de noviembre 2021, subió a **Categoría AAA(uy)** desde AA+(uy) la calificación de emisor de **Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.** La Perspectiva es Estable.

CATEGORÍA AAA (uy): "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones 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 30/9/2021 y 30/06/2021.
- Estados Contables Auditados al 31/12/2020
- 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. (Afilada 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.