

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

Factores relevantes de la Calificación

Confirmación de calificación: FIX (afiliada de Fitch Ratings) confirmó la calificación de emisor de largo plazo de Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A. (DUCSA) en AAA(uy) con Perspectiva Estable. La calificación considera el fuerte vínculo con ANCAP, determinado por los vínculos accionarios e integración operativa. Por lo tanto, FIX alinea la calificación de DUCSA a la de ANCAP, siendo esta última un Ente público creado bajo el marco de la Ley 8.764 y estando el riesgo crediticio ligado al riesgo soberano de Uruguay (Calificado por Fitch Ratings en BBB en escala internacional). Si bien DUCSA compite con otros distribuidores privados en igualdad de condiciones, la marca ANCAP representa una fortaleza relevante, sobre todo en el mercado minorista. FIX considera que la empresa ha consolidado su participación en el mercado de la distribución de combustibles en valores cercanos al 60% tanto para gasolina como para gas oil. Además, continúa mostrando un sólido perfil crediticio con un margen EBITDA estable en torno a un promedio de 2,3% para los últimos 10 años (2,6% en el año móvil a junio 2023). Entendemos que, hacia adelante, la empresa mantendrá estos mismos niveles de rentabilidad sin endeudamiento financiero.

Fuertes Métricas Operacionales: DUCSA posee fuertes métricas crediticias derivadas de un marco regulatorio sustentable tras el restablecimiento de los ajustes tarifarios en octubre 2019. 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 2022 los ingresos crecieron un 30% medido en pesos, y 37% en dólares respecto a 2021, derivado del incremento en el volumen de ventas por el aumento del precio de las naftas y la actualización mensual del margen de distribución. El EBITDA resultó en USD 42,3 millones con un margen del 2,6% (año móvil a junio 2023) en línea con años anteriores. FIX espera que bajo el actual marco regulatorio los márgenes se sostengan entre el 2% y 3%.

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 requeridas le permitieron continuar operando sin endeudamiento financiero y con una robusta liquidez que, junto a la conservadora estructura de capital, le permiten mantener su perfil crediticio. A junio 2023, la participación de mercado en combustibles continuaba en aproximadamente un 60% y en lubricantes un 52%. A partir de la cancelación de las ON en diciembre 2018, DUCSA utiliza endeudamiento financiero de manera excepcional para cubrir desfasajes de capital de trabajo en época de cosecha y/o arrendamientos financieros. Cabe aclarar que la compañía modificó recientemente su política de dividendos, elevando las posibles distribuciones hasta el 80% del resultado neto; no obstante, FIX no espera impactos negativos en su plan de inversiones y financiamiento producto de esta modificación.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional
 Emisor AAA(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

Consolidado (Uy\$ millones)	30/06/23 Año Móvil	31/12/22 12 meses
Total Activos	7.368	6.856
Deuda Financiera	0	0
Ingresos	65.370	68.401
EBITDA (operativo)	1.678	1.619
EBITDA (%)	2,6	2,4

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
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com



+54 11 5235 8119
 Analista Secundario
 Gustavo Avila
 Director Senior
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142



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

Sensibilidad de la Calificación

La calificación de DUCSA podría verse afectada negativamente ante un cambio en el marco regulatorio que desmejore el perfil crediticio de la compañía y/o se evidencie una mala administración de los excedentes de fondos o de las inversiones.

Una distribución de dividendos agresiva y persistente en el tiempo podría afectar las inversiones necesarias para el crecimiento, llevando a la compañía a emitir deuda financiera.

Adicionalmente un debilitamiento del vínculo con ANCAP y de la situación crediticia del Estado Uruguayo podrían provocar una baja en la calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

Robusta Liquidez: A junio 2023, DUCSA no presentaba deuda financiera mientras que, la posición de caja e inversiones corrientes ascendió a USD 61 millones.

Perfil del Negocio

DUCSA (Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.) es una compañía estatal bajo derecho privado creada en el año 2001 cuando ANCAP toma la distribución de combustibles para la red de estaciones de servicio 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 en todo el país, cubriendo el 100% de la demanda. Uruguay no produce petróleo.

Millones/Uy\$	Balance 2022		
	DUCSA	ANCAP individual	ANCAP consolidado
Ingresos	68.401	109.868	119.857
EBITDA	1.619	6.650	8.457
Deuda Financiera	0	9.330	11.285
Caja	1.766	10.733	14.290
Dividendos distribuidos	627	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.

La reciente creación del centro de servicios compartidos "Matriz" (ATS S.A.) entre las tres subsidiarias de ANCAP: DUCSA, ALUR y Cementos del Plata S.A. refuerza el vínculo con ANCAP y permitirá lograr eficiencias y controles por parte de la misma. 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 2020 a través de la Ley 19.889 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 que históricamente ronda el 60%. Además, 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: (86% del EBITDA a junio 2023)

La venta a través de estaciones de servicio es el segmento más relevante y el más atomizado. Hay 283 puntos de venta. Existen, además, otros canales 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.

GLP (8% del EBITDA a junio 2023)

El precio del producto al usuario final está regulado por el Gobierno (URSEA) al igual que en el resto de los combustibles líquidos. 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 (6% del EBITDA a junio 2023)

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.

Nueva unidad de negocio: Energía para autos eléctricos

Las estaciones ANCAP fueron las primeras en tener cargadores de energía para autos eléctricos. Hoy en día cuentan con más de 60 estaciones de servicio con cargadores eléctricos.

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.

En junio 2023, la compañía estableció como política de dividendo la posibilidad de distribuir hasta el 80% del resultado neto.

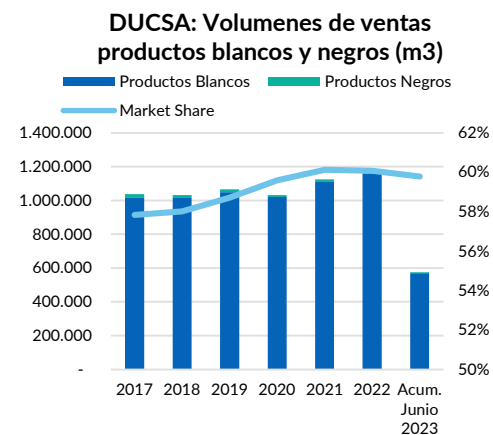
Posición Competitiva

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 2023 del 59,8%, 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 S.A.). 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 2023 fue de aproximadamente el 52%.



GLP

Acodike y Riogas tienen una participación mayoritaria del mercado, DUCSA posee un 19.7%, lo cual equivale a 8.920 toneladas vendidas en los primeros seis meses de 2023.

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.

A la fecha las tres distribuidoras operan sin contrato, logrando las mismas condiciones de abastecimiento y precios por parte de ANCAP.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En los primeros seis meses del 2023, los ingresos de DUCSA cayeron 2% alcanzando ventas por USD 790 millones versus USD 806 millones del primer semestre de 2022, mientras que los volúmenes de venta de combustibles cayeron 3% debido a la sequía que afectó al sector agropecuario y por la competencia de frontera con Argentina. Los precios de ventas de las gasolinas se redujeron un 2,7% y las del Gas Oil un 10% durante los seis primeros meses del año 2023. A junio 2023, (año móvil) el margen de EBITDA resultó en 2,6%, siendo superior al 2.4% del 2022. En los próximos ejercicios, se espera que, debido a los ajustes tarifarios, el margen permanezca entre 2%-3%.

Flujo de fondos

Durante los últimos 10 años, la compañía ha mostrado una estable capacidad de generación de flujos, variaciones de capital de trabajo manejables e inversiones moderadas. A junio 2023 (año móvil), la compañía presentó una generación de flujo de caja operativo (FCO) que alcanzó USD 30,4 millones, que le permitió financiar las inversiones de capital (de USD 8 millones) y parte de la distribución de dividendos a ANCAP por USD 9 millones. Para los próximos ejercicios esperamos que el flujo libre siga siendo positivo.

Asimismo, cabe aclarar que la compañía cambió su política de dividendo, elevando la distribución hasta el 80% del resultado del ejercicio.

Liquidez y estructura de capital

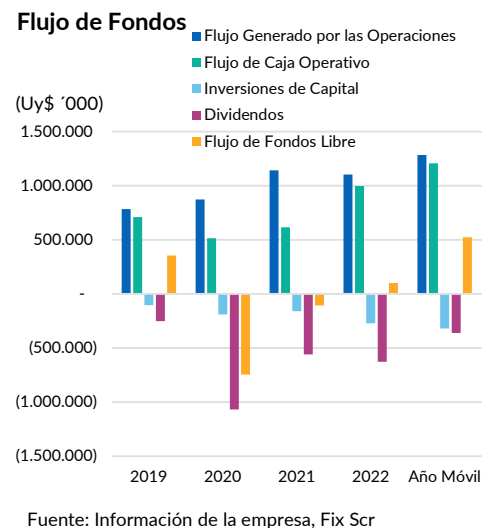
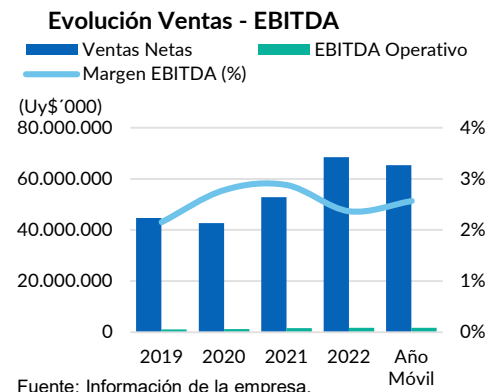
La compañía opera sin endeudamiento financiero desde diciembre 2018, fecha en la cual cancelo la última cuota de la ON Clase 1, con excepción de cierto descubierto para cubrir desfasajes ocasionales de capital de trabajo y arrendamiento financiero. A junio 2023, la compañía no tenía endeudamiento financiero.

Históricamente, DUCSA ha operado con una fuerte posición de liquidez. A junio 2023, la caja e inversiones ascendieron a USD 61 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 los USD 9 millones.

DUCSA cuenta con un fluido acceso al mercado de créditos locales, con líneas de crédito disponibles por hasta USD 30 millones.



Anexo I – 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	NIIF
Período	Año Móvil	jun-23	2022	2021	2020	2019
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	1.678.310	957.358	1.619.444	1.520.675	1.185.774	960.329
EBITDAR Operativo	1.678.310	957.358	1.619.444	1.520.675	1.185.774	960.329
Margen de EBITDA	2,6	3,1	2,4	2,9	2,8	2,2
Margen de EBITDAR	2,6	3,1	2,4	2,9	2,8	2,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	22,6	14,4	18,8	22,8	18,5	16,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,8	0,9	0,1	(0,2)	(1,8)	0,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	22,1	25,5	20,7	22,9	20,0	16,5
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	N/A	N/A	N/A	374,7	4.250,0	19.844,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	N/A	N/A	N/A	497,6	5.780,3	24.294,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	N/A	N/A	N/A	497,6	5.780,3	24.294,9
EBITDA / Servicio de Deuda	N/A	N/A	N/A	497,6	992,1	671,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	N/A	N/A	N/A	497,6	992,1	671,2
FGO / Cargos Fijos	N/A	N/A	N/A	374,7	4.250,0	19.844,4
FFL / Servicio de Deuda	N/A	N/A	N/A	(34,4)	(625,4)	248,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	N/A	N/A	N/A	514,0	849,0	1.558,6
FCO / Inversiones de Capital	3,8	7,7	3,7	3,8	2,7	6,9
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	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
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,4)	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,5)	(2,0)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,4)	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,5)	(2,0)
Balance						
Total Activos	7.367.519	7.367.519	6.856.315	6.366.160	5.972.996	6.454.592
Caja e Inversiones Corrientes	2.285.592	2.285.592	1.765.845	1.676.018	1.762.136	1.874.985
Deuda Corto Plazo	0	0	0	0	990	1.391
Deuda Largo Plazo	0	0	0	0	1.052	716
Deuda Total	0	0	0	0	2.042	2.108
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0

Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	2.042	2.108
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	2.042	2.108
Total Patrimonio	5.675.361	5.675.361	5.877.318	5.020.975	4.709.446	4.853.792
Total Capital Ajustado	5.675.361	5.675.361	5.877.318	5.020.975	4.711.487	4.855.899
	0	0	0	0	2.042	2.108
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.282.882	815.915	1.104.233	1.142.107	871.634	784.372
Variación del Capital de Trabajo	(77.250)	(71.944)	(107.008)	(527.893)	(357.762)	(75.372)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.205.632	743.971	997.224	614.214	513.873	709.000
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0		0	0	0
Inversiones de Capital	(320.683)	(96.644)	(271.991)	(161.013)	(191.370)	(103.282)
Dividendos	(360.715)	(360.715)	(626.693)	(561.288)	(1.070.143)	(250.715)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	524.233	286.612	98.540	(108.087)	(747.640)	355.002
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	21.030	3.026	19.892	12.998	18.114	9.376
Otras Inversiones, Neto	156.227	234.038	(22.391)	6.793	610.340	(33.656)
Variación Neta de Deuda	0	0	0	0	0	(112)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	(2.629)	(2.631)
Variación de Caja	701.490	523.675	96.041	(88.296)	(121.815)	327.978
Estado de Resultados						
Ventas Netas	65.369.915	30.735.214	68.401.380	52.782.407	42.635.061	44.642.016
Variación de Ventas (%)	N/A	(9,0)	29,6	23,8	(4,5)	6,2
EBIT Operativo	1.521.505	878.446	1.467.316	1.380.297	1.042.144	825.643
Intereses Financieros Brutos	41	1.058	0	3.056	205	40
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.253.626	759.950	1.202.384	1.153.470	925.797	793.094

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
- ANCAP: Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland (ANCAP) - AGESIC
- GLP: Gas licuado de petróleo

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 **30 de octubre 2023**, confirmó en **Categoría AAA(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 y anuales auditados hasta el 30/06/2023.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Grant Thornton.

Criterios Relacionados

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



GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
SCR AFILIADA A FITCH RATINGS



Lisandro Sabarino
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



MARIA CECILIA MINGULLON
FIX SCR S.A.
SCR AFILIADA A FITCH RATINGS

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 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.