

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

Factores relevantes de la Calificación

Confirmación de calificación: 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 calificación de ANCAP siendo esta última un ente público creada bajo el marco de la Ley 8764 y estando el riesgo crediticio ligado al riesgo soberano de Uruguay (Calificado por Fitch Ratings en BBB en escala internacional). 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. 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 oíl, y continúa mostrando un sólido perfil crediticio con un EBITDA que alcanza los USD 43 millones (año móvil a junio 2024) con un margen cercano al 2,5% acorde con este tipo de empresas. FIX estima que DUCSA mantendrá estos mismos niveles de rentabilidad sin endeudamiento financiero.

Sólidas 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 2023 los ingresos cayeron un 8,8% medido en pesos, y 3,4% en dólares, derivado por una merma del 1,8% en el volumen vendido y una baja en los precios promedio del 6%. Durante los primeros seis meses del 2024, los ingresos se incrementaron un 7,7% medidos en dólares, en comparación con el primer semestre de 2023, explicado principalmente por el incremento en volúmenes. Asimismo, el EBITDA del año móvil a junio 2024 resultó en USD 42,9 millones con un margen del 2,5% en línea con años anteriores. FIX espera que bajo el actual marco regulatorio los márgenes se sostengan entre 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 le permitieron continuar operando sin endeudamiento financiero y con una robusta liquidez. La liquidez y la conservadora estructura de capital, mantienen el perfil crediticio. A junio 2024 la participación de mercado de combustibles continuaba en aproximadamente un 60% y de lubricantes en aproximadamente un 50%. Cabe aclarar que la compañía modificó recientemente su política de dividendos, elevando posibles distribuciones hasta el 80% del resultado neto; no obstante FIX no espera impacto negativos en su plan de inversiones y financiamiento producto de esta modificación.

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.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional
 Emisor AAA(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.		
Consolidado (Uy\$ millones)	30/06/24 Año Móvil	31/12/23 12 meses
Total Activos	7.200	6.941
Deuda Financiera	0	0
Ingresos	66.559	64.259
EBITDA (operativo)	1.662	1.579
EBITDA (%)	2,5	2,5

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

Liquidez y Estructura de Capital

Robusta Liquidez: A junio 2024, DUCSA no presentaba deuda financiera. y una posición de caja e inversiones corrientes por USD 38 millones.

Perfil del Negocio

DUCSA (Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.) es una compañía 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.

El objeto principal de DUCSA es revender y distribuir derivados del petróleo (Gasolina, Gasoil, Queroseno con excepción del que se vende con destino a uso doméstico en Montevideo, Fueloil, Lubricantes, productos especiales, y todo otro producto o material que ANCAP decida comercializar) en todo el territorio uruguayo en las condiciones comerciales establecidas por 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.

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. DUCSA posee un acuerdo de servicios con los envasadores para el suministro de GLP.

Miles USD	Balance 2023	
	DUCSA	ANCAP consolidado
Ingresos	1.655.331	2.669.886
EBITDA	40.687	155.784
Deuda Financiera	0	378.067
Caja	29.754	279.901
Dividendos distribuidos	40.235	0

La creación del centro de servicios compartidos "Matriz" (ATS S.A.) entre las tres subsidiarias de ANCAP en 2023: 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. Este cambio implica asimismo revisión y puesta en valor para adaptarse a las nuevas normas, de todas maneras en base a la información suministrada por la compañía, estas inversiones no afectarían en mayor medida los flujos futuros.

Operaciones

DUCSA es la principal compañía distribuidora de combustibles en el mercado interno uruguayo, con una participación de mercado que históricamente ronda al 60% (60,6% a junio 2024). 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: (89% del EBITDA a junio 2024)

La venta a través de estaciones de servicio es el segmento más relevante y el más atomizado. Existen más de 280 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.

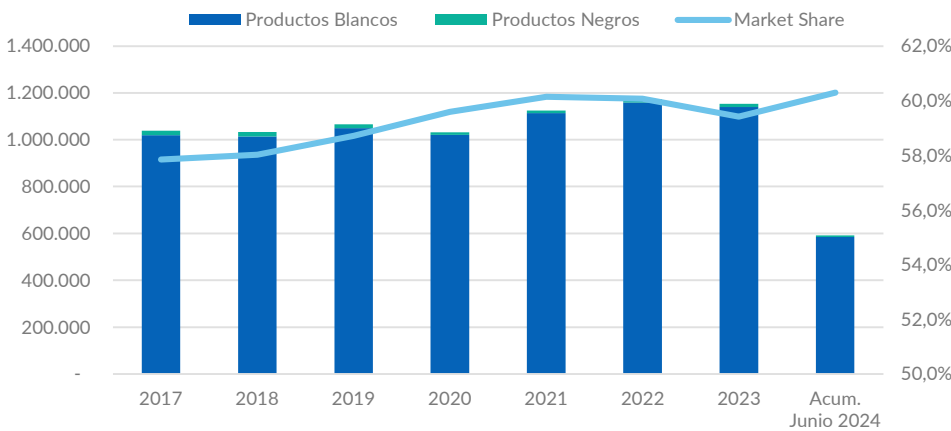
GLP (7% del EBITDA a junio 2024)

El precio del producto al usuario final está regulado por el Gobierno (URSEA) al igual que en el resto de los combustibles líquidos, y sus márgenes surgen de los contratos vigentes entre DUCSA y las empresas envasadoras. 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 (4% del EBITDA a junio 2024)

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.

DUCSA: Volúmenes de ventas productos blancos y negros (m3)



Fuente: DUCSA

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 2024 del 60,6%, 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. La participación de mercado de DUCSA en lubricantes (ANCAP y Texaco) a junio 2024 fue de 49%.

GLP

Acodike y Riogas tienen una participación mayoritaria del mercado, DUCSA posee un 20%, lo cual equivale a 9.573 toneladas vendidas en los primeros seis meses de 2024.

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.

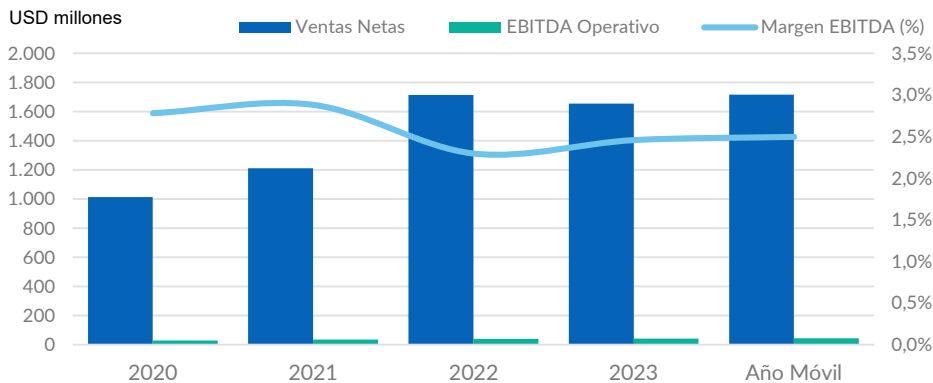
A la fecha las tres distribuidoras operan sin contrato, logrando las mismas condiciones de abastecimiento y precios por parte de ANCAP.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En los primeros seis meses del 2024, los ingresos de DUCSA subieron 7,7%, alcanzando ventas por USD 851 millones versus USD 790 millones del primer semestre de 2023, mientras que los volúmenes de venta de combustibles se incrementaron 3% en consonancia con el crecimiento del PBI uruguayo y el fin del abaratamiento del combustible en las fronteras con Argentina. Los precios de ventas de las gasolinas se incrementaron en promedio un 5,3% y los del Gas Oil se redujeron en promedio 6,3% durante los seis primeros meses del año 2024. A junio 2024 (año móvil) el margen de EBITDA resultó en 2,5%, siendo igual al cierre del 2023. FIX espera que el margen permanezca entre 2%-3% en los próximos años.

Evolución Ventas - EBITDA

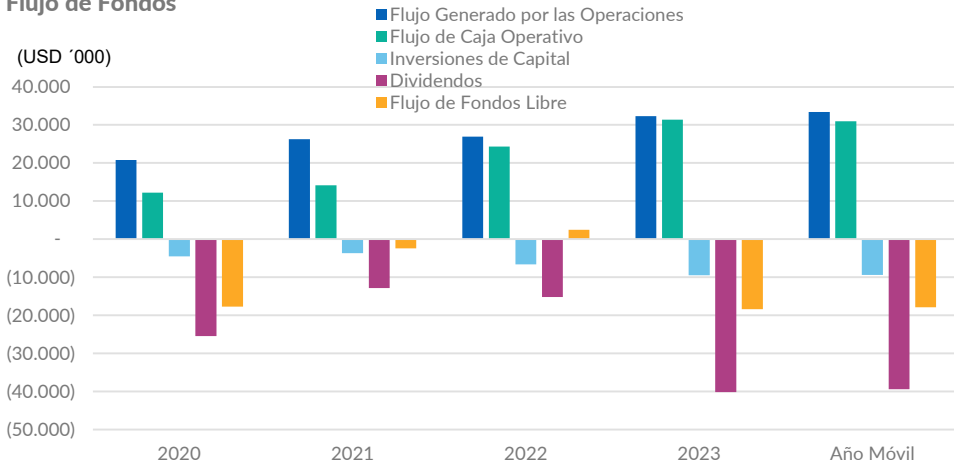


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

A junio 2024 (año móvil), la compañía presentó una generación de flujo de caja operativo (FCO) que alcanzó USD 33,3 millones, que le permitió financiar las inversiones de capital (USD 9,4 millones) y parte del anticipo de dividendos a ANCAP por USD 39,5 Millones. FIX espera que el FCO siga siendo positivo y las inversiones de capital sigan en niveles similares a los actuales. Asimismo cabe aclarar que la compañía en julio 2023 cambió su política de dividendo, elevando la distribución hasta el 80% del resultado del ejercicio, lo que transformó en negativo el flujo de caja libre. Dada está nueva política de dividendos FIX espera que el flujo de caja libre continúe siendo negativo en los próximos dos años.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

La compañía opera sin endeudamiento financiero desde diciembre 2018, fecha en la que 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 Junio 2024 la deuda de la compañía no tenía endeudamiento financiero.

Históricamente, DUCSA ha operado con una fuerte posición de liquidez. A junio 2024 la caja e inversiones ascendieron a USD 38 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 USD 9 millones.

DUCSA cuenta con un fluido acceso al mercado de créditos locales, con líneas de crédito disponibles por 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-24	2022	2021	2020	2019
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	1.661.975	1.039.875	1.579.458	1.619.444	1.520.675	1.185.774
EBITDAR Operativo	1.661.975	1.039.875	1.579.458	1.619.444	1.520.675	1.185.774
Margen de EBITDA	2,5	3,1	2,5	2,3	2,9	2,8
Margen de EBITDAR	2,5	3,1	2,5	2,3	2,9	2,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	21,3	14,1	22,9	18,8	22,8	18,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,0)	0,9	(1,1)	0,1	(0,2)	(1,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	21,6	31,3	20,2	20,7	22,9	20,0
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	N/A	N/A	N/A	N/A	374,7	4.250,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	N/A	N/A	N/A	N/A	497,6	5.780,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	N/A	N/A	N/A	N/A	497,6	5.780,3
EBITDA / Servicio de Deuda	N/A	N/A	N/A	N/A	497,6	992,1
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	N/A	N/A	N/A	N/A	497,6	992,1
FGO / Cargos Fijos	N/A	N/A	N/A	N/A	374,7	4.250,0
FFL / Servicio de Deuda	N/A	N/A	N/A	N/A	(34,4)	(625,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	N/A	N/A	N/A	N/A	514,0	849,0
FCO / Inversiones de Capital	3,3	8,0	3,3	3,7	3,8	2,7
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	(0,9)	(0,7)	(0,7)	(1,1)	(1,1)	(1,5)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(0,9)	(0,7)	(0,7)	(1,1)	(1,1)	(1,5)
Balance						
Total Activos	7.200.725	7.200.725	6.940.812	6.856.315	6.366.160	5.972.996
Caja e Inversiones Corrientes	1.521.385	1.521.385	1.161.080	1.765.845	1.676.018	1.762.136
Deuda Corto Plazo	0	0	0	0	0	990
Deuda Largo Plazo	0	0	0	0	0	1.052
Deuda Total	0	0	0	0	0	2.042
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0

Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	2.042
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	2.042
Total Patrimonio	6.057.428	6.057.428	5.476.424	5.877.318	5.020.975	4.709.446
Total Capital Ajustado	6.057.428	6.057.428	5.476.424	5.877.318	5.020.975	4.711.487

Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.293.297	856.282	1.252.930	1.104.233	1.142.107	871.634
Variación del Capital de Trabajo	(93.415)	(129.785)	(35.574)	(107.008)	(527.893)	(357.762)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.199.882	726.497	1.217.356	997.224	614.214	513.873
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0			0	0
Inversiones de Capital	(363.981)	(91.363)	(369.261)	(271.991)	(161.013)	(191.370)
Dividendos	(1.530.003)	(328.810)	(1.561.908)	(626.693)	(561.288)	(1.070.143)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(694.101)	306.323	(713.813)	98.540	(108.087)	(747.640)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	10.038	421	12.642	19.892	12.998	18.114
Otras Inversiones, Neto	(83.752)	52.287	97.998	(22.391)	6.793	610.340
Variación Neta de Deuda	0	0	0	0	0	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	(2.629)
Variación de Caja	(767.816)	359.032	(603.173)	96.041	(88.296)	(121.815)

Estado de Resultados						
	7,5%					
Ventas Netas	66.559.100	33.034.869	64.259.445	70.451.752	52.782.407	42.635.061
Variación de Ventas (%)	N/A	7,5	(8,8)	33,5	23,8	(4,5)
EBIT Operativo	1.501.550	959.826	1.420.169	1.467.316	1.380.297	1.042.144
Intereses Financieros Brutos	(298)	761	0	0	3.056	205
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.310.878	909.815	1.161.013	1.202.384	1.153.470	925.797

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 **28 de octubre 2024**, 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 30/06/2024.
- 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

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.