

Frigorífico Modelo S.A. (Frimosa)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor A-(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(Uyu miles)	dic-16 6m	jun-16 12m
Total Activos	4.142.911	3.859.781
Total Deuda	701.585	523.590
Ingresos	446.938	756.103
EBITDA	132.342	173.999
EBITDA (%)	29,6	23,0
Deuda/EBITDA	2,7	3,0
EBITDA/intereses	6,6	7,6

FIX: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings)

Criterios Relacionados

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

Analista Principal:

Martin Frugone
Analista
+5411 5235-8137
martin.frugone@fixscr.com

Analista Principal:

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+5411 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector:

Cecilia Mingullón
Director Senior
+5411 5235-8123
cecilia.mingullon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Ingresos estables en los dos principales segmentos: El reciente desarrollo del segmento de servicios logísticos junto con el segmento de almacenamiento en cámaras de frío generan el 80% del EBITDA de Frigorífico Modelo (Frimosa) otorgándole ingresos estables y predecibles. Además, la compañía opera en otras tres líneas de negocios: jugos y hielo, depósito fiscal y actividad agropecuaria, que le permiten incrementar su rentabilidad en los ciclos positivos del agro. La compañía opera con marcas reconocidas en el mercado siendo líder en los negocios de jugos y hielo y almacenamiento de fríos.

Desarrollo de servicios de logística: En los últimos años la empresa desarrolló un nuevo segmento de negocios, a través de su subsidiaria Doraline S.A., invirtiendo en la construcción de galpones logísticos en el Polo Oeste. A la fecha lleva construidos y comercializados cuatro depósitos y planea terminar un quinto galpón. Estas inversiones explican en gran medida el flujo de fondos libre negativo de los últimos ejercicios. Una vez terminada la construcción del quinto galpón, en el corto plazo la compañía no planea llevar a cabo más inversiones en el Polo Oeste, permitiéndole generar flujo de fondos libres positivo.

Barreras de entrada por altos necesidades de inversión inicial: La industria en la que opera presenta altas barreras de entrada dadas las inversiones de capital y la maquinaria de alta tecnología requerida para operar en el negocio. Frimosa posee una ubicación estratégica en negocio de frío y en el Polo Oeste, que junto con una probada trayectoria le brinda ventajas con respecto a sus competidores. Las perspectivas de demanda son positivas en tanto exista una tendencia creciente a la adopción de estándares logísticos de última tecnología.

Concentración de clientes parcialmente mitigado: El negocio de servicios logísticos y almacenamiento de frío presentan alta concentración de clientes. Este aspecto se ve parcialmente mitigado por los contratos de largo plazo con contrapartes multinacionales y la ubicación estratégica de sus depósitos. En el negocio de logística la ubicación, las construcciones modernas y los servicios con alto valor agregado, permiten mitigar el riesgo de vacancia y precio.

Inversiones de capital fondeadas con deuda de largo plazo: Durante los últimos 4 años, la compañía enfrenta un fuerte cronograma de inversiones por más de USD 6,5 MM en 2017. Para financiar estos proyectos, la empresa cuenta con líneas de inversión productiva con el BROU y además préstamos a largo plazo con bancos de primera línea como el Santander y el BBVA. FIX prevé que en 2017 los ratios de endeudamiento contra flujo continúen en los mismos niveles actuales. No obstante, una vez que finalicen las inversiones de capital la empresa reducirá los niveles de apalancamiento gradualmente.

Sensibilidad de la calificación

Frigorífico Modelo encaró un plan de inversiones a largo plazo. Esperamos que la compañía opere con un nivel de deuda medido por EBITDA en torno a 3,5x y una cobertura de intereses cerca de 6x. Un deterioro de los indicadores podría motivar una baja de la calificación. Además, una limitada liquidez que derive de flujos libres negativos en los próximos años podría derivar en una baja de la calificación. Por el contrario, se podría revisar la calificación si la compañía consolida sus inversiones y comienza a generar flujos de fondos libres positivos.

Liquidez y estructura de capital

A diciembre 2016 la deuda financiera de corto plazo se ubicaba en \$ 70 MM, la posición de caja y equivalentes ascendía a \$ 132 MM, que le permitía cubrir el total de la deuda de corto plazo. Además la empresa cuenta con inventarios de rápida realización por \$ 42 MM.

Perfil del negocio

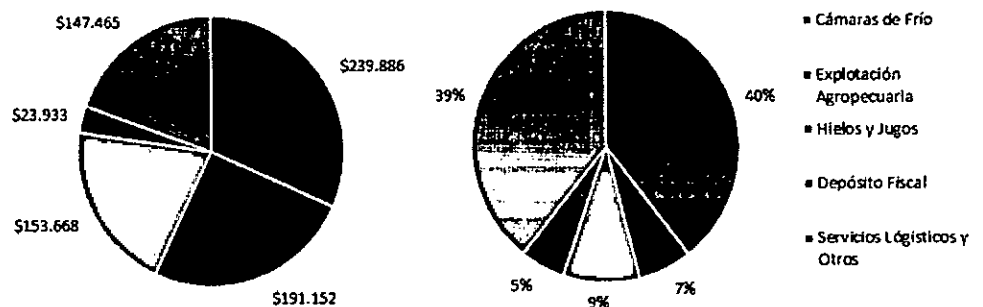
Frigorífico Modelo S.A es una empresa agroindustrial y de servicios que ostenta un portafolio con diversos negocios tanto en el agro como en los servicios de logística y almacenamiento. La compañía, de capitales uruguayos, cuenta con una trayectoria de 90 años y tiene una posición de mercado dominante en almacenamiento de frío en Uruguay. A través de la Sociedad y sus subsidiarias, realiza operaciones en Uruguay y Paraguay.

Operaciones

La compañía tiene un predio en la ciudad de Montevideo que concentra todas las operaciones administrativas, de almacenamiento en frío y producción de jugos y hielo. Además la empresa posee un predio en las afueras de la ciudad, conocido como polo oeste, donde lleva a cabo los servicios logísticos y en menor medida de almacenamiento en frío.

- **Almacenamiento en frío (aprox. 40% del EBITDA a jun'16):** La empresa dispone de dos plantas industriales con 115.000 metros cúbicos en cámaras para productos congelados y 38.000 metros cúbicos de cámaras de enfriado para la conservación de productos perecederos. Actualmente poseen dos instalaciones ubicadas una en el centro de Montevideo y otra en el polo oeste. Los principales clientes son empresas agroindustriales grandes como Conaprole (calificada por Fix en AA(uy)), Azucitrus, Citricola Salteña, San Miguel de Tucumán (Subsidiaria de Uruguay). Su competidor directo es Corfrisa, que cuenta con 65.000 metros cúbicos de depósito refrigerado.
- **Servicios Logísticos y otros (aprox. 39% del EBITDA a jun'16):** Frimosa a través de sus subsidiaria Doraline, cuenta con un predio de 55ha a las afueras de la ciudad de Montevideo, que hoy tiene construidos 70.000 m2 de galpones de última generación (que ocupa 12ha del total). La empresa construyó cuatro galpones que se encuentran ocupados y está construyendo el quinto. Actualmente los servicios están contratados por: Conaprole, VUSA, Sodimac y Unilever. La mayoría de los contratos de alquiler están denominados en dólares (ajustan trimestralmente) y son a largo plazo. Fix estima que una vez que el quinto galpón esté en funcionamiento, el negocio de servicios logísticos sea el principal generador de flujos.
- **Elaboración y comercialización de jugos y hielo (9% del EBITDA a jun'16):** Ambos productos se distribuyen a comercios minoristas en mercado abierto, así como a las grandes superficies, tanto en Montevideo como en el interior. Frimosa tiene a través de Dairyco, el 30% del mercado de jugos. Sus principales competidores son Ades y Conaprole.
- **Actividad agrícola (aprox. 7% del EBITDA a jun'16):** La empresa cuenta con establecimientos rurales por aproximadamente 25000 hectáreas, en donde desarrolla actividades agropecuarias propias (ganadería) y arrienda a terceros (forestación, arroz y agricultura en medianería).
- **Depósito fiscal (aprox. 5% del EBITDA a jun'16):** La empresa cuenta con una instalación de 5.000 m2 que cuenta con la autorización de la aduana para operar como depósito fiscal. Actualmente el servicio lo contrata una empresa de pesca noruega, que almacena krill para luego exportarlo a EEUU o Europa.

Ventas y EBITDA Junio 2016 ('000 UYU)



Posición Competitiva

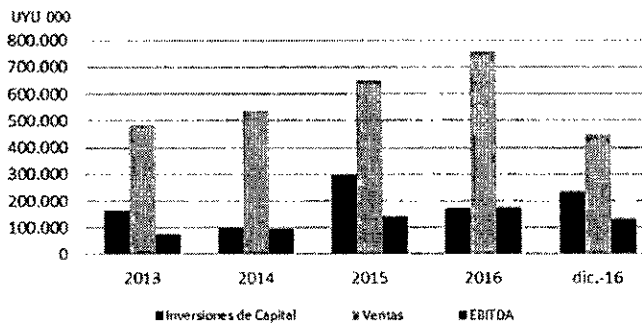
Frigorífico Modelo cuenta con una sólida posición competitiva en el mercado uruguayo. En el mercado de almacenamiento en frío la empresa posee el 50% de la capacidad instalada. En el negocio de jugos, a través de la marca Diryco, la empresa tiene una participación de mercado del 30%. Para el caso del servicio de logística, Frimosa cuenta con el parque logístico más grande y moderno de Uruguay. Además, el sector cuenta con barreras de entrada dadas por la necesidad de fuertes inversiones para comenzar el negocio.

Estrategia

La estrategia de la compañía es continuar la expansión del parque logístico y la centralización de sus operaciones en el polo oeste. Este objetivo implica continuas inversiones destinadas al desarrollo y modernización de sus instalaciones. También planean la expansión del negocio de depósito fiscal, pero el mismo seguirá siendo marginal respecto a las otras actividades de la empresa.

Frimosa además planea replicar el negocio, a través de su subsidiaria, de cámaras de frío en Paraguay. Para eso, la empresa hizo la inversión inicial y adquirió un terreno. Además inició la construcción de los almacenes que le demanda altos niveles de inversión de capital.

Inversiones de Capital

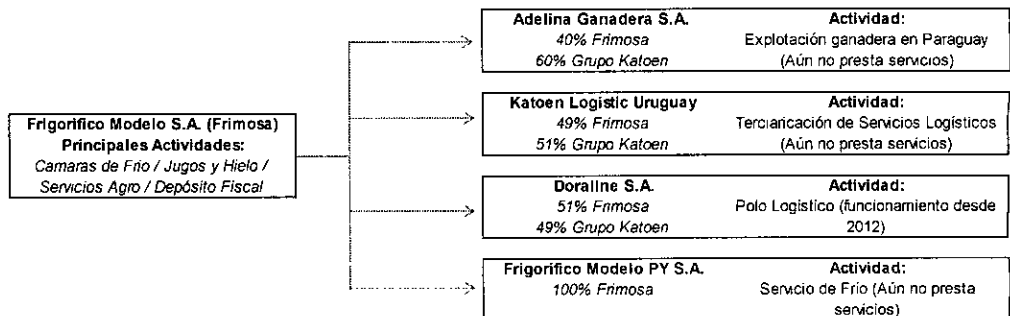


Elaboración: Información de la Empresa

Administración y Calidad de los Accionistas

Frigorífico Modelo es una sociedad anónima abierta que cotiza el 100% de su capital en la Bolsa de valores de Montevideo y ningún accionista reúne por sí más del 10% del capital social. Los balances están auditados por Ernst & Young Uruguay, utilizan Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF").

Frigorífico Modelo posee el 51% de la participación accionaria de Doraline S.A. y el grupo belga Katoen Natie S.A. el 49% restante. Desde el año 1996 la empresa Belga Katoen Natie está presente en Uruguay, como uno de los accionistas en Zonamerica, Costa Oriental. Alrededor del mundo, el grupo Katoen Natie está presente directamente en cada uno de los eslabones de la cadena logística: estiba, almacenaje, distribución, embarque y transporte.



Riesgo del Sector

Si bien Frigorífico Modelo opera en la industria de cámaras de frío y servicios logísticos en Uruguay, se encuentra expuesta a los riesgos inherentes de sus locatarios, principalmente relacionados al sector consumo masivo. Este sector se caracteriza por ser inherentemente discrecional, por lo que el entorno macroeconómico y por ende el ingreso disponible de los consumidores son variables relevantes que determinan los niveles de actividad del sector.

En lo que respecta a los negocios de jugo y hielo y la actividad agropecuaria, los mismos presentan un comportamiento volátil, y además, se encuentran acotados al mercado uruguayo. En este sentido, la calificación de la empresa se basa en la generación estable de fondos de los segmentos cámaras de frío y servicios logísticos.

Factores de Riesgo

- Exposición al sector agropecuario que añade volatilidad a la generación de flujos.
- Concentración de clientes.

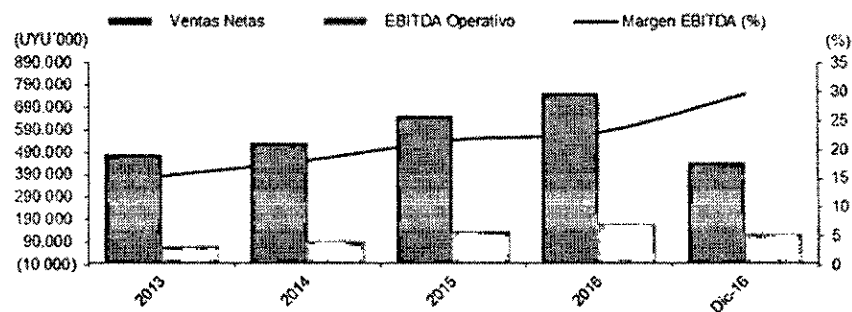
Perfil Financiero

Rentabilidad

La evolución financiera de la Frimosa está alineada a la estrategia de crecimiento que está llevando a cabo la empresa. Durante 2016 la compañía generó ventas y EBITDA por \$ 756 MM y \$ 174 MM, que comparan contra \$ 652 MM y \$ 141 MM a junio 2015. La mejora en la rentabilidad de la empresa responde al crecimiento en los servicios logísticos que aportan un flujo más estable con mayores márgenes.

A diciembre 2016, Frigorífico Modelo presentó ventas por \$ 447 MM un margen de EBITDA del \$ 132 MM. Fix estima que hacia adelante la empresa presente márgenes de rentabilidad estables en torno al 24%.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa Fix Scr

Flujo de fondos

En el trimestre terminado en diciembre 2016, Frigorífico Modelo registró un flujo de caja operativo positivo por \$ 97 MM. Al cierre de ejercicio de 2016, Frimosa generó un flujo de caja operativo de \$ 20 MM, considerablemente menor respecto del flujo generado en el ejercicio comparable anterior, siendo la principal causa de caída el incremento en el anticipo a clientes. En general la empresa muestra una fuerte generación interna de flujos generados por las operaciones, pero las altas inversiones de capital provocan un flujo de fondos libres negativo. Hacia adelante, esperamos que el flujo de fondos libres sea negativo para los próximos años y mejoré una vez que las inversiones de capital se normalicen.

Flujo de Fondos (UYU '000)	20 13	20 14	20 15	20 16	Dic- 16
Ventas Netas	482.654	535.910	651.791	756.003	446.938
EBITDA Operativo	74.485	97.082	140.897	173.999	132.342
Resultado Neto	43.517	62.027	88.680	75.481	59.793
Depreciaciones y amortizaciones	25.672	34.674	45.099	55.185	28.650
Otros Ajustes al Cash Flow	32.847	(80.268)	(46.324)	(10.454)	29.368
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	102.037	16.432	87.466	20.213	117.811
Variación del Capital de Trabajo	(28.855)	46.165	62.416	8.843	(20.988)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	73.181	62.597	239.873	29.056	96.824
Inversiones de Capital	63.660	100.450	299.823	173.099	233.949
D dividendos	38.775	2.170	18.285	25.013	19.906
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(129.254)	(40.022)	(78.235)	(169.055)	(157.032)

Fuente: Información de la Empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

A diciembre 2016, la deuda de corto plazo de Frigorífico Modelo era de \$ 69 MM, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes era de \$ 132 MM. La empresa presenta una sólida posición de liquidez que le permite cubrir la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

Liquidez (UYU '000)	20 13	20 14	20 15	20 16	Dic- 16
Ventas Netas	482.654	535.910	651.791	756.003	446.938
EBITDA	74.485	97.082	140.897	173.999	132.342
Caja y Equivalentes	61.505	136.779	116.414	18.494	132.229
Deuda Corto Plazo	62.757	36.411	44.972	47.639	69.595
Deuda Total	79.245	180.115	344.772	523.590	701.585

Ratio s

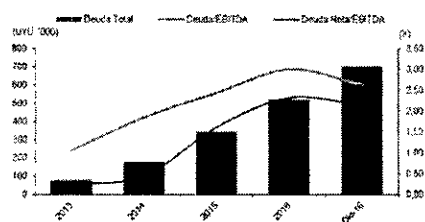
Deuda Corto Plazo / Caja y Equivalentes	1,02	0,27	0,39	0,40	0,53
Deuda Corto Plazo / EBITDA + Caja y Equivalentes	0,46	0,16	0,17	0,16	0,18
EBITDA / Deuda Total	0,94	0,54	0,41	0,33	0,38
Deuda Total - Caja y Equivalentes / EBITDA	0,24	0,45	1,62	2,33	2,15

Fuente: Información de la Empresa, Fix Scr

A diciembre 2016 Frigorífico Modelo registraba deuda financiera por \$ 701 MM (\$ 28 MM pertenecen a Frimosa y los \$ 673 MM restantes a Doraline), de los cual un 10% se concentraba en el corto plazo y un 60% del total denominado en dólares. Esto se traduce en un índice de apalancamiento Deuda Total/EBITDA de 2,7x. La cobertura de intereses medida por EBITDA presenta una caída respecto a los cierres anteriores, y se ubicó en torno a 6,6x. La compañía opera con préstamos con bancos de primera línea y líneas productivas del BROU.

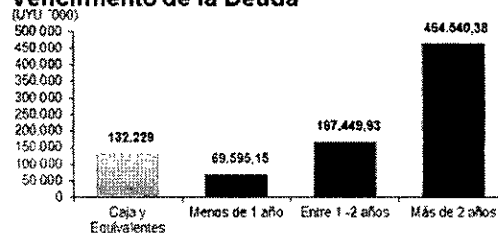
A pesar del incremento en el nivel de endeudamiento que ha tenido la empresa en los últimos años, para financiar inversiones, la estructura de capital de la empresa continúa siendo conservadora y esperamos que el patrimonio siga representando el 80% de total del capital ajustado.

Deuda Total y Ratios de Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Frimosa detenta una importante flexibilidad financiera. Cuenta actualmente con líneas de crédito otorgadas por distintos bancos locales e internacionales (BBVA, BROU y Santander).

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a diciembre 2016 fueron estimados anualizando los resultados semestrales.

Resumen Financiero - Frigorífico Modelo S.A.

(miles de UYU\$, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio Promedio

Meses

	NIIF 28,84 dic-16 6 meses	NIIF 30,10 2016 12 meses	NIIF 24,74 2015 12 meses	NIIF 22,02 2014 12 meses	NIIF 20,00 2013 12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	132.342	173.999	140.897	97.082	74.485
Margen de EBITDA	29,6	23,0	21,6	18,1	15,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,1	1,2	3,1	1,1	5,3
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(35,1)	(22,4)	(12,0)	(7,5)	(26,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	3,8	2,5	3,7	3,2	
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,9	1,9	7,8	3,2	45,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,6	7,6	10,9	12,8	32,7
EBITDA / Servicio de Deuda	2,4	2,5	2,4	2,2	1,1
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	2,4	2,5	2,4	2,2	1,1
FGO / Cargos Fijos	6,9	1,9	7,8	3,2	45,8
FFL / Servicio de Deuda	(2,5)	(2,1)	(1,1)	(0,7)	(2,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,3)	(0,4)	0,9	2,4	(1,0)
FCO / Inversiones de Capital	0,4	0,2	0,8	0,6	0,4
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,0	25,9	3,9	11,0	0,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,7	3,0	2,4	1,9	1,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	2,3	1,6	0,4	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,5	5,3	4,9	5,8	
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	9,9	9,1	13,0	20,2	79,2
Balance					
Total Activos	4.142.911	3.859.781	3.379.033	2.260.295	2.112.604
Caja e Inversiones Corrientes	132.229	118.494	116.414	136.779	61.505
Deuda Corto Plazo	69.595	47.639	44.972	36.414	62.757
Deuda Largo Plazo	631.990	475.951	299.800	143.701	16.489
Deuda Total	701.585	523.590	344.772	180.115	79.245
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	701.585	523.590	344.772	180.115	79.245
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	701.585	523.590	344.772	180.115	79.245
Total Patrimonio	3.187.642	3.147.779	2.843.382	1.939.872	1.897.035
Total Capital	3.889.228	3.671.369	3.188.154	2.119.987	1.976.280
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	117.811	20.213	87.455	16.432	102.037
Vanación del Capital de Trabajo	(20.988)	8.843	152.418	46.165	(28.855)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	96.824	29.056	239.873	62.597	73.181
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(233.949)	(173.099)	(299.823)	(100.450)	(163.660)
Dividendos	(19.906)	(25.013)	(18.285)	(2.170)	(38.775)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(157.032)	(169.055)	(78.235)	(40.022)	(129.254)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	53	15.252	317
Otras Inversiones, Neto	(10.622)	0	(116.092)	0	2
Variación Neta de Deuda	178.592	171.136	173.909	100.044	37.272
Variación Neta del Capital	2.796	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	13.734	2.080	(20.365)	75.274	(91.662)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	446.938	756.103	651.791	535.910	482.654
Vanación de Ventas (%)		16,0	21,6	11,0	
EBIT Operativo	103.692	118.814	95.798	62.408	48.814
Intereses Financieros Brutos	20.127	22.797	12.954	7.576	2.280
Resultado Neto	59.793	75.481	88.680	62.027	43.517
IRR	41.531	42.441	36.248	44.072	48.822
Deuda Neta - IRR/EBITDA	2,0	2,1	1,4	(0,0)	(0,4)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	249,7	337,8	339,5	496,6	175,8
IRR / Deuda Corto	0,6	0,9	0,8	1,2	0,8

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.

Anexo III. Características del instrumento

Acciones (emisor)

El capital social al 8/11/2011 se fija en la cantidad de pesos uruguayos setecientos cincuenta millones divididos en setecientos cincuenta millones de acciones al portador de un peso uruguayo cada una que podrán emitirse en títulos de una o más acciones, pudiendo por resolución de la Asamblea General Extraordinaria elevarse el Capital antedicho.

El 7/6/16 se realizó una asamblea extraordinaria que reforma estatutos, entre otros temas se decidió pasar las acciones que actualmente están al portador a escriturales y se llevó el capital autorizado a 2.000.000.000 en acciones escriturales de \$1 cada una.

Esta reforma está en trámite de autorización por la AIN, por lo cual todavía no está vigente.

De acuerdo a la metodología de FIX SCR Uruguay, la calificación de acciones de un emisor se expresa como la calificación de emisor.

Anexo IV. Dictamen de calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 26 de junio de 2017, asignó en la **Categoría A-(uy)** con **Perspectiva Estable** a la calificación institucional de Frigorífico Modelo S.A.

Categoría A(uy): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La **Perspectiva** de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación es 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.

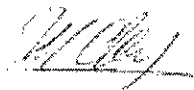
La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

Fuentes

- Balances generales al 31/12/16.
- Auditor externo del último balance anual: Ersnt & Young.
- Información de gestión suministrada por la compañía.

Criterios Relacionados

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


Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante **FIX SCR S.A.** o la calificadoras-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A.** Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE **FIX SCR S.A** (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** considera creíbles. **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A**. **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** no constituye el consentimiento de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A** pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.