

Pamer S.A. (Pamer)

Factores relevantes de la calificación

Suba de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – subió la calificación de Emisor de Largo Plazo de Pamer a 'A+(uy)' desde 'A(uy)'. La suba considera la sólida performance de la compañía en los últimos años, aun en los periodos más críticos de la pandemia logrando mantener una generación de fondos positiva, una estructura de capital conservadora y una robusta liquidez. FIX también considera el liderazgo de Pamer en la venta de cartón corrugado en el mercado Uruguayo, su flexibilidad operativa, su consolidada base de clientes, su integración productiva, su buen perfil patrimonial y financiero y su política de reinversión de fondos que le permite reducir costos y obtener mayor eficiencia productiva.

Integración vertical favorece la competitividad: Pamer detenta una posición de liderazgo, única empresa en Uruguay que produce cartón corrugado a partir de fibra reciclada (recortes). La atomización de los proveedores de recortes y su posición de líder le han permitido mantener niveles de rentabilidad operativa entorno al 17% y esperamos se sostenga entre un 15%/17%. En el ejercicio 2020/21, el mercado de cartón logró un repunte y creció un 7% debido al aumento de la demanda de envases de los frigoríficos cárnicos, principales consumidores de cartón corrugado, la mejor performance del segmento lácteo y otros sectores del mercado interno, contrarrestado parcialmente por las retracciones de los sectores cítrico y pesquero.

Contrapartes de fuerte perfil crediticio: Los principales clientes son importantes exportadores del mercado uruguayo, entre ellos, el Grupo Marfrig Uruguay (calificada en 'A(uy)' por FIX), Frigorífico San Jacinto y Conaprole (calificada 'AA+(uy)' por FIX). Pamer también opera con los principales clientes de la industria cítrica, garantizando dichas operaciones a través de cesión de facturas y garantías hipotecarias, minimizando el riesgo de incobrabilidad inherente a la volatilidad del sector.

Generación de fondos positiva: FIX espera que a futuro Pamer continúe generando flujo generado por operaciones (FGO) y un flujo de fondos libre (FFL) positivo. A jun-21, el FGO fue de USD 4,4 millones, las inversiones fueron USD 3,8 millones, el capital de trabajo se incrementó en USD 1 millón y realizó una distribución de dividendos de USD 1 millón. Como resultado registró un FFL de USD 383 mil. Las inversiones son destinadas principalmente para la eficientización del sistema y reducción de la estructura de costos.

Estructura de capital conservadora: A jun-21, el patrimonio neto de PAMER representa el 97% del capital total ajustado (patrimonio neto más deuda financiera) y la relación de deuda con EBITDA de 0.2x siendo similar al ratio de jun-20 (0,2x). La compañía posee espacio suficiente para afrontar un ambiente sectorial más hostil. Hacia adelante, FIX no espera que el nivel de apalancamiento se incremente. No obstante, en el largo plazo la posibilidad de realizar inversiones podría reducir la elevada posición de liquidez o requerir un incremento del apalancamiento.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada a la baja ante un deterioro en los márgenes producto de una fuerte caída en la demanda o precios de venta o ante un debilitamiento en el poder de negociación de la compañía en la compra del principal insumo, la fibra reciclada. FIX espera que el nivel de apalancamiento no alcance niveles superiores a los 1.0x EBITDA.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Resumen Financiero		
Consolidado	30/06/2021	30/06/2020
(\$ miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	1.950.857	1.695.424
Deuda Financiera	43.622	34.791
Ingresos	1.495.613	1.384.879
EBITDA	254.072	230.733
EBITDA (%)	17,0	16,7
Deuda Total / EBITDA	0,2	0,2
Deuda Neta Total / EBITDA	-1,3	-1,4
EBITDA / Intereses	327,7	231,2

Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analistas



Analista Principal
 Gabriela Curuchet
 Directora Asociada
gabriela.curuchet@fixscr.com
 +54 11 5235 8122



Analista Secundario
 Candido Perez
 Directora Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



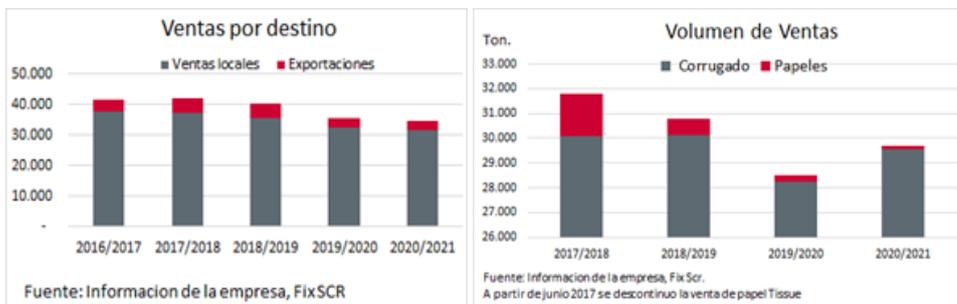
Responsable del Sector
 María Cecilia Minguillón
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

Liquidez y Estructura de capital

Robusta posición de liquidez: Pamer ha mantenido históricamente una fuerte posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. A jun-21, la compañía tenía una posición de caja y equivalentes de USD 8.6 millones que cubría 8.6x la deuda total, la cual alcanzaba un total de USD 1 millón. Hacia adelante, FIX estima que la compañía mantendría una elevada liquidez.

Perfil del Negocio

Pamer S.A. (en adelante Pamer) comenzó sus actividades en el año 1937 y es hoy es la única empresa integrada de cartón corrugado de Uruguay. La compañía utiliza un elevado porcentaje de papeles fabricados en las propias plantas para la fabricación de envases de cartón corrugado. Las ventas a jun-21 se concentraron en un 99% en cartón corrugado y un 90% de las ventas se destinan al mercado local (el 90% de sus clientes corresponden a industrias exportadoras).



Clientes

El Grupo Marfrig Uruguay (calificada en 'A(uy)' por FIX) es el principal cliente. El resto de la cartera se encuentra atomizada representando no más del 5% de los ingresos por cliente. Las ventas se destinan principalmente a industrias exportadoras de Uruguay entre ellas frigoríficas, lácteas, cítricas, pesqueras y alimenticias. Las ventas se realizan en su mayoría en dólares. Los plazos de venta oscilan entre 60 y 90 días. Con las principales contrapartes se firman contratos a largo plazo (2 años) que incluyen una penalidad por rescisión. Adicionalmente, en las principales compañías de la industria cítrica se logró obtener cesión de facturas y garantía hipotecaria.

Proceso productivo

El proceso productivo está integrado y se divide en la producción de papel y producción de cartón corrugado.

Pamer cuenta con una planta industrial ubicada en la Ciudad de Mercedes. La misma cuenta con una fábrica de papel y una fábrica de corrugado.

La fábrica de papel produce test liner y papeles ondas a partir de fibra reciclada, siendo Pamer la única empresa consumidora de este residuo en Uruguay, el resto se exporta. Actualmente la utilización de la capacidad instalada de la fábrica de papel es del 100%. La fábrica de corrugado convierte el papel en planchas de cartón. Las cajas que se fabrican son de diversos modelos y dependen de las necesidades de los clientes. La utilización actual de la capacidad instalada de la fábrica de cartón corrugado es de 80%.

En el ejercicio 2020/2021 se realizó la primera etapa inversiones para aumentar la producción y la calidad del papel que consistía en el ensanche de la máquina de papel. La segunda etapa se efectuará en el ejercicio 2021/22.

La distribución es realizada con empresas transportistas tercerizadas, contando en la actualidad con una red de 18 empresas con una disponibilidad de 40 camiones aproximadamente (20 diarios).

Costos

Las materias primas y materiales representan aproximadamente el 45% de los costos de mercaderías vendidas e incluyen a los recortes que se utilizan para la elaboración del papel y los papeles importados, que se efectúan principalmente en dólares. El resto de los costos se efectúan en pesos uruguayos y se destacan gastos del personal, gastos de producción y fletes.

En el ejercicio 2020/21, los costos de recortes y papeles importados tuvieron importantes aumentos debido al incremento de los precios internacionales de los mismos en un escenario de alza mundial de materias primas y se han comenzado a trasladar las mismas a los precios de venta.

En cuanto a la mano de obra, se adaptaron los turnos de trabajo a la variabilidad de la producción y venta, reduciendo al mínimo las horas extras.

Proveedores

Las deudas comerciales a jun-21 representan cerca del 65% de los pasivos totales de la compañía. Pamer es la principal empresa compradora de recortes del país y obtiene los mismos a través de más de 15 recorteros. Los principales proveedores en el ejercicio 2020/21 fueron Klabin S.A. y Elof Hansson Trade AB, ambos representaron cada uno 11% del total de proveedores. La atomización de proveedores le permite lograr cierta negociación para el traslado de precios. Las compras de papel son provenientes principalmente de Brasil y denominadas en dólares, aunque no existe un riesgo de descalce de monedas ya que la mayor parte de los ingresos son denominados en dólares. En términos generales, las compras se realizan aproximadamente a 90 días.

Inversiones

Las principales inversiones de Pamer están destinadas a la eficiencia de costos y mejoras en los procesos. Durante 2020/2021 las inversiones ascendieron a USD 3.8 MM y fueron financiadas principalmente con fondos propios. Las principales inversiones fueron: cambio de prensas en la máquina de papel (primera etapa del ensanche de dicha máquina), la incorporación a la máquina corrugadora de un nuevo cabezal corrugador, pegadora automática, armadoras, inversiones varias en usina y taller eléctrico, etc., así como también mejoras en la infraestructura edilicia.

En ejercicio 2020/21, se aprobó y comenzó a realizar un proyecto para la instalación de una Planta Fotovoltaica destinada a autogenerar energía eléctrica, reduciendo de esta manera los costos de energía. Se proyecta que la misma esté en funcionamiento a fines del ejercicio 2021/2022. La planta le permitirá un ahorro del 25% de la energía consumida por PAMER. Además, este proyecto tiene interesantes beneficios fiscales.

Para el ejercicio 2020/21, se prevé la incorporación de una nueva mesa de secado, asociada al ensanche de la corrugadora y también se completará el ensanche de la máquina de papel (segunda etapa). También se proyecta realizar una ampliación del galpón donde se mantiene stocks de productos terminados, de forma de poder seguir mejorando la capacidad de respuesta a los clientes.

Posición competitiva

Pamer S.A. detenta una posición de liderazgo en la industria de cartón corrugado. Los principales competidores a nivel local son Mercopack (representante de Trombini de Brasil), CICSSA, Costa Bella e IMPRIMEX. El restante son proveedores del exterior principalmente de Argentina, España y Brasil. La compañía sostiene su participación de mercado por su extensa trayectoria en la industria y compromisos con sus clientes.

Administración y calidad de los accionistas

Pamer S.A. es una compañía de capitales uruguayos. Los balances son auditados bajo normas NIIF por contadores independientes.

Riesgo del sector

El sector del papel y el embalaje se ve afectado por las cambiantes circunstancias mundiales y debe adaptarse a los cambios demográficos, en urbanización, climáticos, de disponibilidad de recursos y avances tecnológicos.

La industria del papel es cíclica; los precios y las monedas locales son los principales impulsores de la rentabilidad y la volatilidad de los márgenes operativos de las compañías. La demanda de pulpa de papel está creciendo rápidamente en los países en desarrollo. El reciclaje constituirá un factor importante en el sector del embalaje. Otro factor que desencadena la mayor demanda del papel radica en el aumento del uso del e-Commerce (compras en línea).

Las cajas y embalajes fabricados con papel y cartón cuentan con la ventaja de ser los únicos 100% biodegradables en plazos relativamente cortos y son fabricados a partir de materias primas renovables y reciclables. El cartón ondulado es un material biodegradable, que se degrada totalmente en un plazo máximo de 1 año.

FIX espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga estable para los próximos años. La fabricación de papel y de productos de papel y cartón representaron aproximadamente el 2% del PBI entre 2013 y 2020. FIX espera que la participación del sector se mantenga estable y acompañe el crecimiento del Producto Bruto Interno.

Factores de riesgo

- Volatilidad de precios internacionales.
- Concentración de producto.
- Exposición al mercado exportador.
- Ingreso de nuevos competidores al mercado.

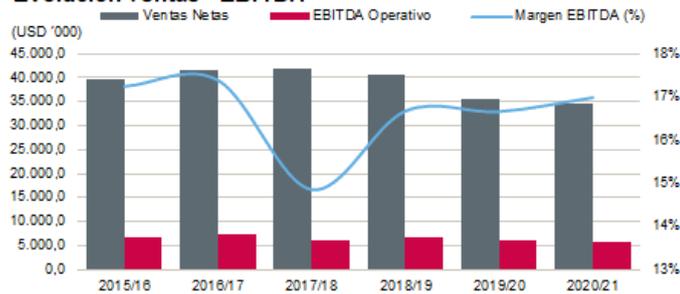
Perfil Financiero

Rentabilidad

Durante el ejercicio 2021, las ventas fueron USD 35 MM, disminuyendo un 2% respecto del ejercicio 2020 (USD 36 MM). Esto se debe principalmente al aumento del 4.2% en las toneladas vendidas, pero contrarrestado por una caída del 6.6% de los precios. El EBITDA a jun-21 fue de USD 6 MM con un margen de 17%, similar a jun-20.

Hacia adelante, FIX espera que la cantidad de toneladas vendidas y los precios se mantengan relativamente estables y los márgenes se encuentren en torno al 15% - 17%.

Evolución Ventas - EBITDA



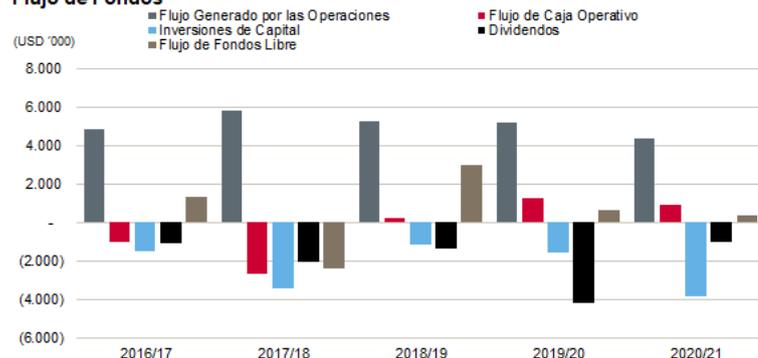
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

Históricamente Pamer ha demostrado una sólida generación interna de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de Pamer a jun-21 fue positivo de USD 4,4 MM. Las necesidades de capital de trabajo no son elevadas y son estables, a jun-21 el capital de trabajo ascendió a USD 1 millón. Las inversiones son principalmente destinadas al mantenimiento de los activos y ciertas mejoras en la eficientización de los procesos o reducción de costos, resultando en USD 3.8 MM a jun-21. La distribución de dividendos representó un 26% de los resultados netos del año fiscal 2021, dichos dividendos fueron de USD 1 MM. Como resultado, el Flujo de Fondos Libres (FFL) en dicho período resultó positivo en USD 383 mil.

Hacia adelante, se esperan un FFL positivo debido a un estable y positivo FGO, un adecuado manejo del capital de trabajo, inversiones entorno a USD 3MM y una continuidad en la política de dividendos de la compañía.

Flujo de Fondos



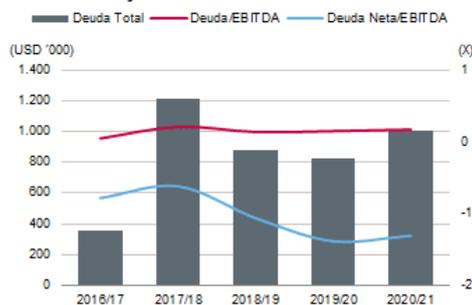
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de Capital

Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero. La deuda total a jun-21 era de USD 1 millón compuesta por 42% de préstamos bancarios y 58% de pasivos por arrendamiento. A jun-21, el ratio de deuda medido con EBITDA fue 0.2x con holgadas coberturas de intereses que fueron de 331x. Estos ratios han registrado muy buenos niveles en los últimos 5 años.

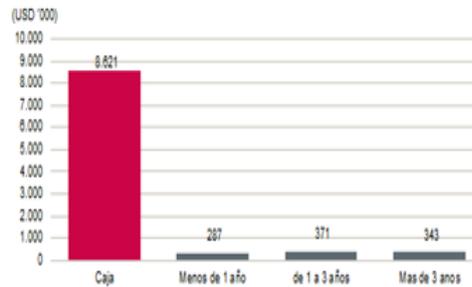
Hacia adelante, se espera que Pamer continúe manteniendo bajos niveles de endeudamiento y holgadas coberturas de intereses. La principal fuente de financiamiento de las inversiones fue el flujo operativo de fondos. El endeudamiento bancario es bajo, siendo el único préstamo bancario vigente el que se contrajo en junio de 2018 (US\$ 1.000.000) con el banco BBVA a 5 años con una tasa de interés fija del 3,5% a efectos de financiar una importante inversión destinada a automatizar la planta de corrugado, quedando pendiente al 30.06.2021 un monto de USD 423 mil. En el correr del ejercicio 2021/2022 se proyecta hacer uso del endeudamiento bancario de largo plazo, aprovechándose las tasas bajas de interés (2,5%), a los efectos de financiar parcialmente la inversión en una Planta Fotovoltaica por aproximadamente US\$ 2.800.000.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Pamer opera con un nivel de caja alto, a jun-21 la caja fue de USD 8.6 MM, que cubría 8.6x la deuda total y 30x la deuda corriente, que fue de USD 0.3 millones. La compañía se encuentra evaluando nuevos negocios en donde pueda invertir parte de la elevada liquidez. Hacia adelante, FIX espera que siga manteniendo una elevada liquidez.

Liquidez - Pamer S.A.

USD '000	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA Operativo	6.838	7.239	6.225	6.768	5.924	5.896
Caja e Inversiones Corrientes	4.658	6.046	4.771	7.618	8.387	8.621
Deuda Corto Plazo	149	147	334	260	266	287
Deuda Largo Plazo	352	208	877	620	559	714

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	46,0	49,2	18,7	26,0	22,3	20,5
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	77,3	90,2	33,0	55,3	53,9	50,5
Deuda Total / LTM EBITDA	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Pamer detenta una buena flexibilidad financiera al contar con líneas disponibles en diversas entidades bancarias de primera línea por USD 4 millones. El bajo nivel de endeudamiento le permite a la compañía optar por el préstamo con mejores condiciones entre varias ofertas.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Pamer S.A.

(miles de Pesos Uruguayos, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio Pesos uruguayos/USD al Final del Período	43,58	42,21	35,18	31,47	28,48	30,58
Tipo de Cambio Promedio	43,09	38,95	32,97	29,12	28,60	30,10
Período	2021	2020	2019	2018	2017	2016
	12 meses					
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	254.072	230.733	223.126	181.285	207.023	205.847
EBITDAR Operativo	254.072	230.733	223.126	181.285	207.023	205.847
Margen de EBITDA	17,0	16,7	16,7	14,9	17,4	17,2
Margen de EBITDAR	17,0	16,7	16,7	14,9	17,4	17,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,0	14,5	14,4	16,3	16,1	20,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,1	1,8	7,3	(5,8)	3,1	3,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	12,2	8,7	10,6	11,5	17,3	15,6

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	243,1	202,9	135,1	222,0	71,7	70,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	327,7	231,2	171,9	237,3	105,5	86,1
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	327,7	231,2	171,9	237,3	105,5	86,1
EBITDA / Servicio de Deuda	19,1	18,9	21,4	16,1	33,6	29,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	19,1	18,9	21,4	16,1	33,6	29,7
FGO / Cargos Fijos	243,1	202,9	135,1	222,0	71,7	70,9
FFL / Servicio de Deuda	1,3	2,2	9,5	(6,2)	6,4	6,8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	29,5	31,2	35,1	7,1	34,4	27,3
FCO / Inversiones de Capital	1,4	4,0	4,7	0,9	2,6	1,7

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,3)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,8)	(0,6)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,3)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,8)	(0,6)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,0	2,7	6,6	3,2	15,4	9,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	28,7	32,2	29,5	27,5	41,4	29,7

Balance

Total Activos	1.950.857	1.695.424	1.480.026	1.340.738	1.134.044	1.115.744
Caja e Inversiones Corrientes	375.656	354.019	267.988	150.122	172.193	142.455
Deuda Corto Plazo	12.527	11.216	9.146	10.495	4.194	4.547
Deuda Largo Plazo	31.095	23.575	21.821	27.606	5.927	10.777
Deuda Total	43.622	34.791	30.967	38.101	10.121	15.324
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	43.622	34.791	30.967	38.101	10.121	15.324
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	43.622	34.791	30.967	38.101	10.121	15.324
Total Patrimonio	1.528.964	1.357.321	1.190.700	1.002.947	861.743	804.843
Total Capital Ajustado	1.572.586	1.392.112	1.221.667	1.041.048	871.864	820.166

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	187.758	201.535	174.031	168.826	138.738	167.024
Variación del Capital de Trabajo	39.046	49.135	7.539	(78.557)	(28.514)	3.320
Flujo de Caja Operativo (FCO)	226.804	250.670	181.570	90.269	110.224	170.343
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(165.064)	(62.141)	(38.562)	(100.667)	(42.136)	(98.055)
Dividendos	(45.247)	(163.077)	(45.347)	(60.154)	(30.692)	(27.483)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	16.494	25.452	97.661	(70.553)	37.395	44.806
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	851	0	0	2.708	5.881	7.128
Otras Inversiones, Neto	(3.717)	(100.290)	5.061	4.059	3.954	3.394
Variación Neta de Deuda	(8.608)	(9.801)	(9.657)	27.160	(5.339)	(25.882)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(2.478)	(2.114)	0	0	0	0
Variación de Caja	2.542	(86.753)	93.065	(36.626)	41.891	29.446

Estado de Resultados

Ventas Netas	1.495.613	1.384.879	1.338.073	1.220.418	1.190.657	1.193.521
Variación de Ventas (%)	8,0	3,5	9,6	2,5	(0,2)	7,8
EBIT Operativo	170.543	157.838	166.768	138.845	166.425	161.924
Intereses Financieros Brutos	775	998	1.298	764	1.962	2.390
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	170.797	102.262	109.429	107.532	144.308	112.565

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
- MM: Millones

Anexo III – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de **Fitch Ratings**), en adelante **FIX**, realizado el **29 de octubre de 2021**, subió a la **Categoría A+(uy)** desde la **Categoría A(uy)** la calificación al emisor de **Pamer S.A.**

La **Perspectiva es Estable**.

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 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 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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Crterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

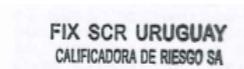
Fuente de información

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información de carácter privado:

- Información de gestión.

Y la siguiente información pública:

- Balance General Auditado (último 30.06.2021). Auditor KPMG.



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 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 LÍDER 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.