

Pamer S.A. (Pamer)

Factores relevantes de la calificación

Márgenes y flujos estables: La calificación refleja la posición de liderazgo de Pamer S.A. en el mercado de cartón corrugado y su sólida generación de fondos, así como su bajo nivel de endeudamiento y elevadas coberturas. La calificación también incluye la holgada liquidez y la escala operativa de la compañía. FIX espera estabilidad de los márgenes en torno al 10%-11% con ventas normalizadas en torno a USD 42-43 millones y Flujo de Fondos Libres (FFL) positivos y estables.

Posición en el mercado y diversificación: Pamer es la única empresa en Uruguay que produce cartón corrugado a partir de fibra reciclada (recortes), con una participación mayoritaria en el mercado. La compañía produce papeles para corrugar y una amplia gama de envases a partir del cartón corrugado, principalmente, para las industrias exportadoras (cárnicas, cítrica, lácteos, pesca y alimentos), lo que le brinda una diversificación para hacer frente a las fluctuaciones en los niveles de exportación y actividad de estos sectores.

Acotado traslado de costos a precios: Pamer tiene sus ventas denominadas mayoritariamente en dólares con parte de sus costos denominados en moneda local. La capacidad de la compañía para trasladar a precios la inflación en sus costos es acotada, lo que impacta los márgenes, incluso en períodos de expansión de los volúmenes vendidos. La disponibilidad de materia prima (recortes) puede presionar los márgenes y en momentos puntuales a lo largo del ciclo económico.

Contrapartes de fuerte perfil crediticio: Los principales clientes son importantes exportadores del mercado uruguayo, entre ellos, Cledinor (calificada en A(uy) RW en Evolución por FIX) del Grupo Marfrig Uruguay y Conaprole. 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.

Flexibilidad financiera: Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero y mantiene líneas disponibles que duplican el monto de la deuda actual, los bajos niveles de deuda le permiten acceso al financiamiento bancario en buenas condiciones de plazo y tasa. La compañía mantiene una holgada liquidez que cubre ampliamente la deuda total.

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, los precios de venta o ante un debilitamiento en el poder de negociación de la compañía en la compra de su principal insumo. FIX espera que el nivel de apalancamiento no alcance niveles superiores a los 1,0x EBITDA.

La calificación de la compañía podría subir en caso de un mayor y sostenido nivel de ventas, derivado de la ampliación de su capacidad productiva, arrojando como resultado una mayor rentabilidad y flexibilidad financiera, con un mejor y diversificado acceso a financiamiento.

Liquidez y estructura de capital

Robusta posición de liquidez: Pamer mantiene una fuerte posición de liquidez, un nivel de deuda neta negativo y un perfil de amortización de deuda manejable. La compañía opera con un nivel de caja alto. A junio 2024, la caja fue de USD 10,3 millones, y cubría 5,2x la deuda total. FIX espera que siga manteniendo una elevada liquidez y bajos niveles de deuda.

Informe Integral

Calificaciones

| | |
|-----------------------|---------|
| Emisor de largo plazo | A+(uy) |
| Perspectiva | Estable |

Resumen Financiero

| PAMER S.A. | | |
|--------------------------|-----------|-----------|
| Consolidado | 30/6/2024 | 30/6/2023 |
| (\$ miles) | 12 Meses | 12 Meses |
| Total Activos | 2.034.327 | 1.852.992 |
| Deuda Financiera | 94.960 | 103.794 |
| Ingresos | 1.610.705 | 1.625.423 |
| EBITDA | 167.437 | 156.590 |
| EBITDA (%) | 10,4 | 9,6 |
| Deuda Total / EBITDA (x) | 0,6 | 0,7 |
| EBITDA / Intereses (x) | 52,3 | 43,2 |

Criterios Relacionados

[Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay. Dponible en \[www.bcu.gub.uy\]\(http://www.bcu.gub.uy\)](#)

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Avila
 Director Senior
gustavo.avila@fixscr.com



Analista Secundario
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com

Perfil del negocio

Pamer, S.A. inició sus operaciones en 1937 y es la única empresa integrada de cartón corrugado de Uruguay. La compañía produce papeles para corrugar y una amplia gama de envases a partir del cartón corrugado. La compañía es el mayor fabricante de cartón corrugado del país y su producción utiliza como principal insumo fibras recicladas provenientes de cajas en desuso (papel de desecho). Adicionalmente, la empresa tiene el certificado de FSC (Forest Stewardship Council) que garantiza que sus productos provienen de bosques gestionados de manera responsable y sostenible.

Las ventas de la compañía se concentran en productos de cartón corrugado que tienen como cliente las industrias frigoríficas, frutícolas y lácteas del Uruguay, sin embargo, la mayor parte de los ingresos son denominados en dólares. Un porcentaje variable de la producción se exporta dependiendo de las condiciones de mercado puntuales en Brasil y Argentina, dentro de las exportaciones se incluyen las ventas a buques de bandera española, así como ventas en zona franca, que representan una proporción importante de las exportaciones.

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 que cuenta con una fábrica de papel y una fábrica de corrugado. La compañía cuenta capacidad de almacenamiento en su planta y un local propio ubicado a 1 km de la planta.

La fábrica de papel produce test liner y papeles ondas a partir de fibra reciclada, siendo Pamer la empresa con mayor consumo de este residuo en Uruguay. La fábrica de papel se encuentra operando al 100% de su capacidad, mientras la fábrica de corrugado opera a un 62% de su capacidad instalada. Esta última convierte el papel en planchas de cartón, con la flexibilidad de producir cajas de cartón de diversos modelos y atendiendo a las necesidades de los clientes.

Posición competitiva

Pamer S.A. detenta una posición de liderazgo en la industria de cartón corrugado, con una participación mayoritaria en el mercado nacional. Los principales competidores a nivel local son Mercopack (representante de Trombini de Brasil), CICSSA, Costa Bella e IMPRIMEX que sumados no alcanzan la relevancia de Pamer. El resto de los competidores tiene una participación marginal y es ocupado por proveedores del exterior principalmente de Argentina, España y Brasil.

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

La industria del papel es cíclica, con la demanda de pulpa de papel está creciendo rápidamente en los países en desarrollo, mientras el reciclaje constituirá un factor importante en la industria del embalaje. El crecimiento del comercio en línea anticipa una mayor demanda del papel corrugado, cajas y embalajes.

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.

El mercado de cartón corrugado en Uruguay creció un 9% en el ejercicio 2023/2024, lo que representó una recuperación con respecto a la caída de aproximadamente 10% durante el

ejercicio 2022/2023. Esto como resultado de la recuperación de la demanda en casi todos los segmentos de negocios, pero en particular por el crecimiento del mercado cárnico. En el ejercicio 2024/2025, se espera que el mercado de cartón corrugado mantenga los volúmenes actuales.

FIX espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga relativamente estable con un crecimiento moderado en los volúmenes, en línea con los niveles de actividad esperados por los sectores que demandan cartón corrugado (cárnico, cítrico, lácteo y alimentos). El objetivo de la compañía para el próximo ejercicio es mantener la participación en el mercado local, que comprende las exportaciones indirectas, procurando obtener una rentabilidad razonable acorde con el tipo de negocio.

Factores de Riesgo

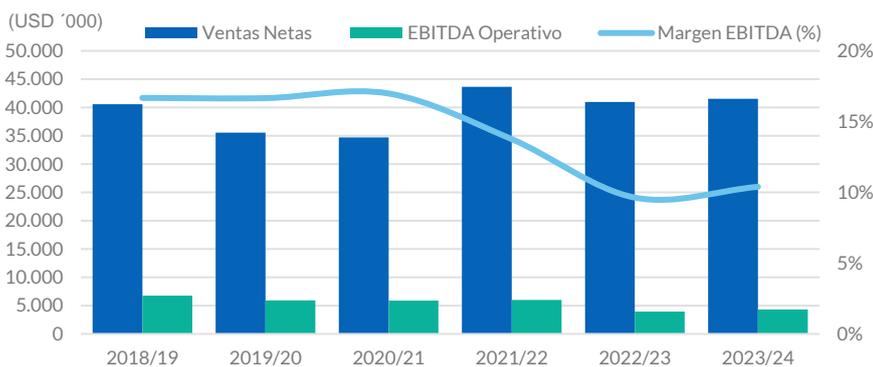
- Volatilidad de precios internacionales.
- Concentración de producto.
- Exposición al mercado exportador.
- Ingreso de nuevos competidores al mercado.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Pamer mostró un retroceso en los márgenes desde el ejercicio fiscal 2020/21, cuando pasó de reportar un promedio de 17% a niveles en torno a 10% en los ejercicios fiscales 2022/23 y 2023/24. Las ventas de la compañía se ubicaron en USD 41,5 millones en el ejercicio 2023/24, lo que representó un aumento de 1,3% con respecto al ejercicio anterior, con un EBITDA de USD 4,3 millones. El crecimiento de las ventas está relacionado la mayor actividad exportadora de los clientes de la compañía que se tradujo en un mayor volumen vendido, con la excepción del ejercicio 2022/23 cuando la exportación de cárnicos y cítricos retrocedió de forma importante por las condiciones del mercado internacional.

Evolución Ventas - EBITDA



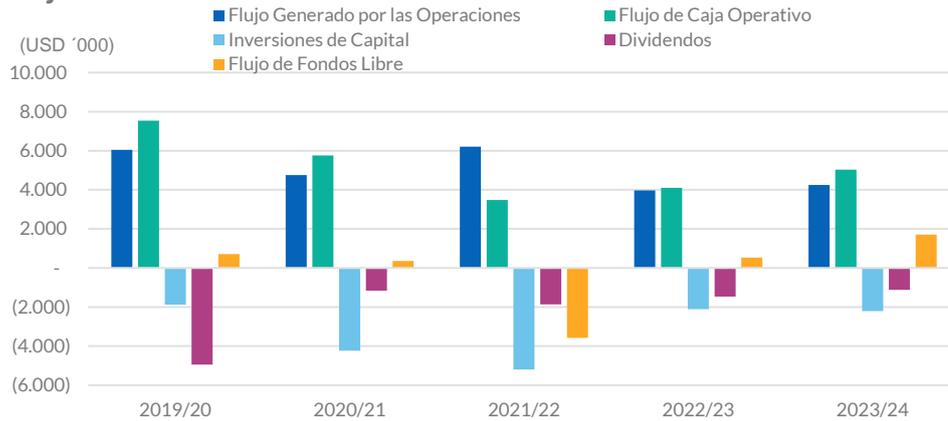
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Los menores márgenes de rentabilidad con mayores niveles de ventas, medido en dólares, está relacionado con la combinación elevada inflación (8% anual) y apreciación del tipo de cambio nominal (valores en torno a UYU 39 por dólar), que se observó entre los años 2020 y 2023. La presión de la inflación sobre los costos denominados en moneda local, que representan buena parte de los costos, explica el retroceso de los márgenes de la compañía y la acotada capacidad de trasladar los aumentos a precios denominados en dólares. FIX espera que la cantidad de toneladas vendidas y los precios se mantengan relativamente estables y los márgenes se encuentren en torno al 10-11% con el soporte de cierta depreciación del tipo de cambio.

Flujo de Fondos

Pamer ha demostrado una sólida generación de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) se ubicó en USD 4,2 millones, que luego de una variación positiva del capital de trabajo, ubicó el Flujo de Caja Operativo (FCO) en USD 5,0 millones a junio 2024. Las inversiones son principalmente destinadas al mantenimiento de los activos, así como de mejoras en los procesos y/o reducción de costos.

Flujo de Fondos



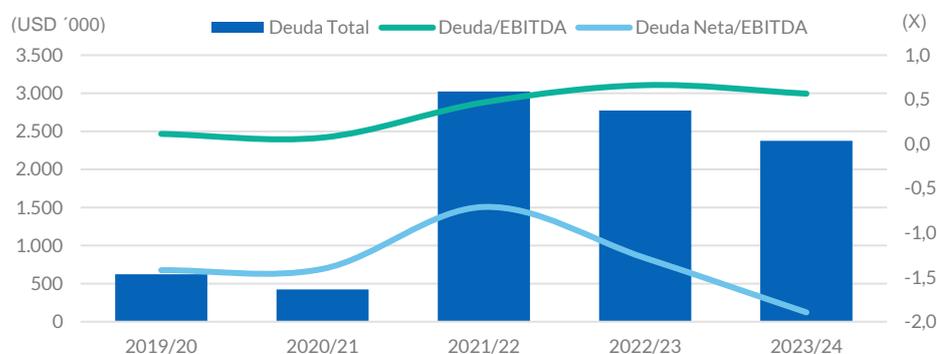
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A junio 2024, las inversiones representaron USD 2,2 millones y una distribución de dividendos de USD 1,1 millones, arrojó como resultado un Flujo de Fondos Libres (FFL) positivo de USD 1,7 millones. FIX espera un FFL positivo debido a un estable y positivo FGO, inversiones de capital entorno a USD 2,5 millones y la continuidad en la política de dividendos de la compañía.

Estructura de capital

Pamer presenta una estructura de capital conservadora. A junio 2024, el patrimonio neto de la compañía representaba el 94% del capital total ajustado (patrimonio neto más deuda financiera). La compañía presenta bajos niveles de endeudamiento con una deuda financiera total total de USD 2,4 millones, a junio 2024. La deuda está compuesta por préstamos bancarios en un 83% a largo plazo con la ratio de Deuda Total/ EBITDA fue 0,5x, con holgadas coberturas de intereses.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La principal fuente de financiamiento de las inversiones es el flujo operativo de fondos, sin embargo, la deuda bancaria a largo plazo aumentó en el ejercicio 2021/2022 para la

construcción del parque fotovoltaico. Este préstamo no tiene garantías reales, ni covenants financieros. El préstamo inicial de USD 2,8 millones fue concedido por el Banco Santander en mayo 2022 tuvo un plazo de 8 años y contó con un año de gracia. FIX espera que Pamer continúe manteniendo bajos niveles de endeudamiento y holgadas coberturas de intereses.

Liquidez

Pamer ha mantenido una fuerte posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. La compañía opera con un nivel de caja elevado. A junio 2024, la caja y equivalentes se ubicó en USD 10,3 millones, y cubría 4,3x la deuda total. FIX no espera cambios en los elevados niveles de liquidez.

Liquidez - Pamer S.A.

| USD '000 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| EBITDA Operativo | 5.924 | 5.896 | 6.009 | 3.948 | 4.318 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 8.387 | 8.621 | 7.592 | 8.146 | 10.309 |
| Deuda Corto Plazo | 203 | 210 | 257 | 408 | 408 |
| Deuda Largo Plazo | 420 | 214 | 2.767 | 2.367 | 1.967 |

Indicadores Crediticios

| | | | | | |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|
| EBITDA / Deuda CP | 29,2 | 28,1 | 23,3 | 9,7 | 10,6 |
| EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP | 70,6 | 69,3 | 52,8 | 29,6 | 35,9 |
| Deuda Total / EBITDA | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,7 | 0,5 |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que Pamer detenta una buena flexibilidad financiera al contar con líneas disponibles en diversas entidades bancarias de primera línea por USD 5 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 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Período | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 |
| | 12 meses |
| Rentabilidad | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 167.437 | 156.590 | 257.038 | 254.072 | 230.733 | 223.126 |
| EBITDAR Operativo | 167.437 | 156.590 | 257.038 | 254.072 | 230.733 | 223.126 |
| Margen de EBITDA | 10,4 | 9,6 | 13,8 | 17,0 | 16,7 | 16,7 |
| Margen de EBITDAR | 10,4 | 9,6 | 13,8 | 17,0 | 16,7 | 16,7 |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | 6,3 | 5,7 | 11,3 | 12,2 | 8,7 | 10,6 |
| Coberturas | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 53,6 | 47,8 | 249,3 | 239,9 | 200,8 | 135,1 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 52,3 | 43,2 | 238,6 | 327,7 | 231,2 | 171,9 |
| EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres) | 52,3 | 43,2 | 238,6 | 327,7 | 231,2 | 171,9 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 8,6 | 8,3 | 22,7 | 25,6 | 24,2 | 21,4 |
| EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda | 8,6 | 8,3 | 22,7 | 25,6 | 24,2 | 21,4 |
| FGO / Cargos Fijos | 53,6 | 47,8 | 249,3 | 239,9 | 200,8 | 135,1 |
| FFL / Servicio de Deuda | 3,6 | 1,4 | (13,5) | 1,5 | 2,5 | 9,5 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 24,7 | 17,5 | 13,2 | 39,4 | 39,6 | 35,1 |
| FCO / Inversiones de Capital | 2,3 | 1,9 | 0,7 | 1,4 | 4,0 | 4,7 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 0,6 | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 0,6 | 0,7 | 0,5 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | (1,9) | (1,3) | (0,7) | (1,4) | (1,4) | (1,1) |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 0,6 | 0,7 | 0,5 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo | (1,9) | (1,3) | (0,7) | (1,4) | (1,4) | (1,1) |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 3,1 | 3,2 | 1,6 | 3,5 | 3,5 | 3,8 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%) | 17,2 | 14,7 | 8,5 | 49,5 | 32,5 | 29,5 |
| Balance | | | | | | |
| Total Activos | 2.034.327 | 1.852.992 | 2.073.488 | 1.950.857 | 1.695.424 | 1.480.026 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 412.235 | 304.715 | 302.641 | 375.656 | 354.019 | 267.988 |
| Deuda Corto Plazo | 16.315 | 15.262 | 10.262 | 9.133 | 8.556 | 9.146 |
| Deuda Largo Plazo | 78.645 | 88.532 | 110.288 | 9.317 | 17.749 | 21.821 |
| Deuda Total | 94.960 | 103.794 | 120.549 | 18.450 | 26.304 | 30.967 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 94.960 | 103.794 | 120.549 | 18.450 | 26.304 | 30.967 |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 94.960 | 103.794 | 120.549 | 18.450 | 26.304 | 30.967 |
| Total Patrimonio | 1.540.852 | 1.394.475 | 1.465.643 | 1.528.964 | 1.357.321 | 1.190.700 |
| Total Capital Ajustado | 1.635.812 | 1.498.269 | 1.586.193 | 1.547.414 | 1.383.626 | 1.221.667 |
| Flujo de Caja | | | | | | |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO) | 168.436 | 169.657 | 267.499 | 185.280 | 199.421 | 174.031 |

| | | | | | | |
|--|----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| Variación del Capital de Trabajo | 31.221 | 5.918 | (117.401) | 39.046 | 49.135 | 7.539 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 199.657 | 175.574 | 150.098 | 224.327 | 248.556 | 181.570 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (87.499) | (90.256) | (224.105) | (165.064) | (62.141) | (38.562) |
| Dividendos | (44.538) | (62.793) | (80.389) | (45.247) | (163.077) | (45.347) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | 67.621 | 22.526 | (154.396) | 14.016 | 23.338 | 97.661 |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 5.643 | 783 | 2.360 | 851 | 0 | 0 |
| Otras Inversiones, Neto | (55.644) | (88.495) | 4.937 | (3.717) | (100.290) | 5.061 |
| Variación Neta de Deuda | (6.438) | (9.766) | 106.221 | (8.608) | (9.801) | (9.657) |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Variación de Caja | 11.182 | (74.952) | (40.879) | 2.542 | (86.753) | 93.065 |

Estado de Resultados

| | | | | | | |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ventas Netas | 1.610.705 | 1.625.423 | 1.867.395 | 1.495.613 | 1.384.879 | 1.338.073 |
| Variación de Ventas (%) | (0,9) | (13,0) | 24,9 | 8,0 | 3,5 | 9,6 |
| EBIT Operativo | 84.232 | 83.734 | 169.369 | 170.543 | 157.838 | 166.768 |
| Intereses Financieros Brutos | 3.204 | 3.627 | 1.077 | 775 | 998 | 1.298 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | 95.396 | 84.095 | 160.525 | 170.797 | 102.262 | 109.429 |

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 **30 de octubre de 2024**, confirmó* en la **Categoría A+(uy)** la calificación de emisor de largo plazo 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.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Criterios 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 30.06.2024). 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 FIX SCR S.A. o la calificadoradora-, 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.