

# Pamer S.A. (Pamer)

## Factores relevantes de la calificación

**Perspectiva Estable:** FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX- mantiene la Perspectiva Estable de Pamer S.A (en adelante Pamer o la compañía) a la luz del bajo impacto esperado de los efectos del COVID19 en sus operaciones, en comparación con el resto de las industrias. Pamer destina sus ventas primordialmente a los sectores exportadores de la agroindustria y alimentos y bebidas que son considerados actividades esenciales. En año fiscal a junio'20 las ventas bajaron un 12% medidas en dólares, sin embargo, la compañía logro mantener una generación de fondos positiva, una estructura de capital conservadora y robusta liquidez.

**Integración vertical favorece la competitividad:** Pamer detenta una posición de liderazgo, al ser la única empresa en Uruguay que produce cartón corrugado utilizando papel elaborado en su planta a partir de fibra reciclada (recortes). La atomización de los proveedores de recortes y su posición de liderazgo le han permitido mantener niveles de rentabilidad operativa entorno al 17% y esperamos que continúe así aun en entornos de precios deprimidos.

**Contrapartes de fuerte perfil crediticio:** Los principales clientes son importantes exportadores del mercado uruguayo, entre ellos, Marfrig (calificada en 'BBB+(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. La compañía presenta una atomización de clientes, donde los principales cuatro representan un tercio de las ventas totales y el resto está distribuido en clientes que no representan individualmente más del 3% de las ventas.

**Generación de fondos positiva:** FIX espera que Pamer continúe generando flujo generado por operaciones (FGO) y un flujo de fondos libre (FFL) positivo, con inversiones entorno a USD 2.5 millones y una distribución de dividendos del orden del 40% del resultado neto. Las inversiones son destinadas principalmente para la eficientización del sistema y reducción de costos. A jun-20, la compañía presentó un FGO de USD 6.4 MM y un FFL USD 0.7 MM.

**Estructura de capital conservadora:** A junio'20 el patrimonio neto de PAMER representa el 98% 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-19. 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.

## 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 esperados. No vislumbramos una suba de calificación en el mediano plazo.

## 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-20, la compañía tenía una posición de caja y equivalentes de USD 8.3 millones que cubría 10.1x la deuda total, la cual alcanzaba un total de USD 0.8 millones. Hacia adelante, FIX estima que la compañía mantendría una elevada liquidez.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor	A(uy)
Perspectiva	Estable

### Resumen Financiero

Resumen Financiero		
Consolidado (\$ miles)	30/06/2020 12 Meses	30/06/2019 12 Meses
Total Activos	1695.424	1480.026
Deuda Financiera	34.791	30.967
Ingresos	1384.879	1338.073
EBITDA	230.733	223.126
EBITDA (%)	16.7	16.7
Deuda Total / EBITDA	0,2	0,1
Deuda Neta Total / EBITDA	-14	-11
EBITDA / Intereses	2312	1719

### Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

### Informes Relacionados

### Analistas

Analista Principal  
Nicolas Debat  
Analista  
[nicolas.debat@fixscr.com](mailto:nicolas.debat@fixscr.com)  
(+54 11) 5235- 8137

Analista Secundario  
Gabriela Curutchet  
Director Asociado  
(+54 11) 5235 - 8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

Responsable del Sector  
Cecilia Minguillón  
Senior Director  
(+54 11) 5235 - 8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

## 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 detentando una sólida participación en el mercado. La compañía utiliza un elevado porcentaje de papeles fabricados en su propia planta para la fabricación de envases de cartón corrugado. Las ventas a jun-20 de la compañía se concentraron en un 99% en cartón corrugado y un 90% de las ventas se destinan al mercado local donde el 90% de las mismas se destina a industrias exportadoras.

## Clientes

El 70% de las ventas están atomizadas en más de 30 clientes pertenecientes principalmente a industrias exportadoras de Uruguay entre ellas frigoríficas, lácteas, cítricas, pesqueras y alimenticias. La diversificación de industrias le permite mantener una cierta estabilidad de ingresos mensuales con escasos picos de estacionalidad. 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 (3 años) que incluyen una penalidad por recesión. Adicionalmente, en las principales compañías de la industria cítrica se logró obtener cesión de facturas y garantía hipotecaria.

Grupo Marfrig (calificada en 'BBB+(uy)' por FIX), Frigorífico San Jacinto, Breeders and Packers, Cítrica Salteña, Azucitrus, Frigorífico Las Piedras y Conaprole (calificada 'AA-(uy)' por FIX) concentran el 40% del total de ventas.

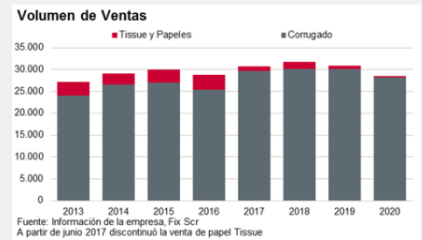
## Proceso productivo

El proceso productivo está integrado y se divide en la producción de papel y producción de cartón corrugado. Los papeles que Pamer utiliza para la producción de cartón corrugado son: papeles test liner, papeles onda, papeles blancos y papeles Kraft. Los dos primeros son producción de Pamer a partir de fibra reciclada y representa la mayor parte del total del papel utilizado para la producción de las cajas. El restante de papeles son importados; Kraft de Brasil y blanco de Sudáfrica.

La compañía es la única planta industrial consumidora de recortes de Uruguay. Actualmente la utilización de la capacidad instalada de la fábrica de papel es del 100%, esto se debe principalmente a las mejoras y modificaciones realizadas durante la parada de planta anual. 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 es de 80%.

La compañía posee una elevada capacidad de almacenamiento de papel y de cartón logrando un adecuado manejo de los inventarios y las paradas de la planta de papel para mantenimiento o ahorro de costos. Además contrata depósitos con terceros ubicados en Montevideo o Paysandú para almacenaje de productos terminados.

La distribución es realizada con empresas transportistas tercerizadas, Pamer cuenta en la actualidad con una amplia red de empresas. La distribución abarca todo el territorio nacional y exportaciones a Argentina. Aproximadamente el 50% de la distribución nacional es en Montevideo y el 20% en el litoral del país (Mercedes, Salto y Paysandú). Los camiones se envían con mercadería terminada y regresan a la planta industrial con recortes posibilitando una transporte eficiente y de bajo costo.



## Costos

Las materias primas y materiales representan aproximadamente el 58% de los costos de mercaderías vendidas, e incluyen principalmente recortes (que se utilizan para la elaboración del papel) y papeles importados y 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.

## Posición competitiva

Pamer S.A. detenta una posición de liderazgo en la industria de cartón corrugado. Los principales competidores son otros cuatro jugadores nacionales y una minoría formada por proveedores principalmente de Argentina y Brasil, y provenientes de España.

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 sociedad anónima abierta de capitales uruguayos. Los balances son auditados bajo normas NIIF por contadores independientes.

## Riesgos 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.

A jun-20, el mercado de cartón corrugado tuvo una disminución de 4% respecto al mismo periodo del año anterior, esto se debe a la menor actividad de los frigoríficos que son el principal consumidor del sector, el menor consumo de la flota pesquera y los efectos que trajo aparejado la pandemia por el COVID-19. 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.

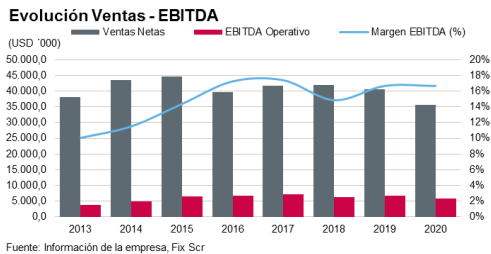
## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Durante el ejercicio 2020, la compañía presentó ventas por USD 36 MM, disminuyendo un 12% respecto del ejercicio 2019 (USD 41 MM). Esto se debe principalmente a la caída en las toneladas vendidas, como consecuencia de la retracción que experimentaron las exportaciones directas al mercado argentino y una disminución en el precio. El EBITDA a jun-20 fue de USD 6 MM con un margen de 17%, que compara con los USD 7 MM y 17% a jun-19, respectivamente.



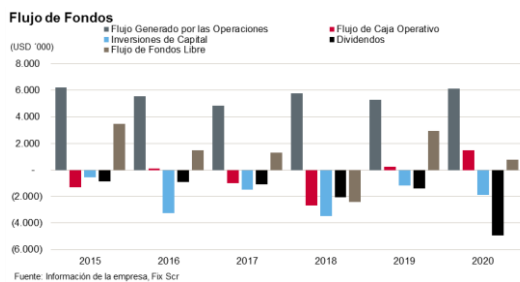
Hacia adelante, FIX espera que la cantidad de toneladas vendidas y los precios se mantengan relativamente estables y los márgenes se encuentren entre 13%-15%.



### Flujo de fondos

Históricamente Pamer ha demostrado una sólida generación interna de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de Pamer a jun-20 fue positivo de USD 6.4 MM. Las necesidades de capital de trabajo no son elevadas y son estables a jun-20 fueron USD 1.2 MM. 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 1.5 MM. La distribución de dividendos representó 1.6x los resultados netos del año fiscal 2020, dichos dividendos fueron de USD 4.2 MM. El Flujo de Fondos Libres (FFL) en dicho período resulto positivo en USD 0.7 MM.

Hacia adelante, se esperan que el estable flujo generado por las operaciones, el adecuado manejo del capital de trabajo, inversiones entorno a USD 2.5 MM y la conservadora política de dividendos continúen arrojando un FFL positivo.



### Liquidez y estructura de capital

Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero. La deuda total a jun-20 era de USD 0.9 millones compuesta principalmente por préstamos bancarios, otorgado por el Banco BBVA en junio 2018 por USD 1 millón a 5 años con una tasa de 3,5%, sin garantías. A jun-20, el ratio de deuda medido con EBITDA se ubicó fue en torno a 0.2x con holgadas coberturas de intereses que fueron de 250x.

Hacia adelante, se espera que Pamer continúe manteniendo bajos niveles de endeudamiento y holgadas coberturas de intereses.

Pamer opera con un nivel de caja alto, a jun-20 la caja fue de USD 8.3 MM y cubría 31.5x la deuda corriente, que fue de USD 0.3 MM. 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	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA Operativo	6.434	6.838	7.239	6.225	6.768	5.924
Caja e Inversiones Corrientes	3.498	4.658	6.046	4.771	7.618	8.387
Deuda Corto Plazo	851	149	147	334	260	266
Deuda Largo Plazo	497	352	208	877	559	559

**Indicadores Crediticios**

LTM EBITDA / Deuda CP	7,56	46,00	49,16	18,66	26,03	22,29
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	11,67	77,33	90,21	32,97	55,33	53,86
Deuda Total / LTM EBITDA	0,21	0,07	0,05	0,19	0,12	0,14

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

<b>Resumen Financiero - Pamer S.A.</b>						
(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	42.21	35.18	31.47	28.48	30.58	27.02
Tipo de Cambio Promedio	38.95	32.97	29.12	28.60	30.10	24.74
Periodo	2020	2019	2018	2017	2016	2015
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	230.733	223.126	181.285	207.023	205.847	159.199
EBITDAR Operativo	230.733	223.126	181.285	207.023	205.847	159.199
Margen de EBITDA	16,7	16,7	14,9	17,4	17,2	14,4
Margen de EBITDAR	16,7	16,7	14,9	17,4	17,2	14,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	14,5	14,4	16,3	16,1	20,7	23,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,8	7,3	(5,8)	3,1	3,8	7,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	8,7	10,6	11,5	17,3	15,6	16,4
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	202,9	135,1	222,0	71,7	70,9	30,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	231,2	171,9	237,3	105,5	86,1	30,8
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	231,2	171,9	237,3	105,5	86,1	30,8
EBITDA / Servicio de Deuda	18,9	21,4	16,1	33,6	29,7	5,7
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	18,9	21,4	16,1	33,6	29,7	5,7
FGO / Cargos Fijos	202,9	135,1	222,0	71,7	70,9	30,8
FFL / Servicio de Deuda	2,2	9,5	(6,2)	6,4	6,8	3,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	31,2	35,1	7,1	34,4	27,3	6,6
FCO / Inversiones de Capital	4,0	4,7	0,9	2,6	1,7	8,6
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,4)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,4)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,7	6,6	3,2	15,4	9,2	11,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	32,2	29,5	27,5	41,4	29,7	63,1
<b>Balance</b>						
Total Activos	1.695.424	1.480.026	1.340.738	1.134.044	1.115.744	977.935
Caja e Inversiones Corrientes	354.019	267.988	150.122	172.193	142.455	94.510
Deuda Corto Plazo	11.216	9.146	10.495	4.194	4.547	23.004
Deuda Largo Plazo	23.575	21.821	27.606	5.927	10.777	13.427
Deuda Total	34.791	30.967	38.101	10.121	15.324	36.431
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	34.791	30.967	38.101	10.121	15.324	36.431
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	34.791	30.967	38.101	10.121	15.324	36.431
Total Patrimonio	1.357.321	1.190.700	1.002.947	861.743	804.843	634.458
Total Capital Ajustado	1.392.112	1.221.667	1.041.048	871.864	820.166	670.889
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	201.535	174.031	168.826	138.738	167.024	153.704
Variación del Capital de Trabajo	49.135	7.539	(78.557)	(28.514)	3.320	(32.546)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	250.670	181.570	90.269	110.224	170.343	121.158
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(62.141)	(38.562)	(100.667)	(42.136)	(98.055)	(14.088)
Dividendos	(163.077)	(45.347)	(60.154)	(30.692)	(27.483)	(21.250)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	25.452	97.661	(70.553)	37.395	44.806	85.820
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	2.708	5.881	7.128	1.919
Otras Inversiones, Neto	(100.290)	5.061	4.059	3.954	3.394	3.485
Variación Neta de Deuda	(9.801)	(9.657)	27.160	(5.339)	(25.882)	(25.767)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(2.114)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(86.753)	93.065	(36.626)	41.891	29.446	65.458
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	1.384.879	1.338.073	1.220.418	1.190.657	1.193.521	1.107.270
Variación de Ventas (%)	3,5	9,6	2,5	(0,2)	7,8	15,5
EBIT Operativo	157.838	166.768	138.845	166.425	161.924	122.866
Intereses Financieros Brutos	998	1.298	764	1.962	2.390	5.163
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	102.262	109.429	107.532	144.308	112.565	90.702

## Anexo II - Glosario

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

## 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 16 de octubre de 2020, confirmó\* en 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.

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

### Crterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

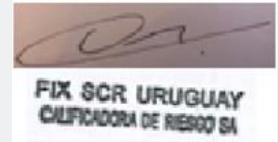
### Fuente de información

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 30.06.2020). 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 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 SA ([www.fixscr.com](http://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.