

Aluminios del Uruguay S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor BBB+(uy)
ON Serie 3 por hasta USD 5 millones. BBB+(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero Aluminios del Uruguay S.A.

(US\$ miles)	31/12/2017	31/12/2016
	12 meses	12 meses
Total Activos	28.998	31.488
Total Deuda Financiera	5.730	7.337
Ingresos	36.094	35.253
EBITDA	2.363	3.928
EBITDA (%)	6,5	11,1
Deuda/ EBITDA	2,4	1,9
EBITDA/ intereses	6,3	7,9

FIX: FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO S.A.

Criterios Relacionados

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

Analista Primario

Pablo Cianni
Director Asociado
+54.11.5235.8146
pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54.11.5235.8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+54.11.5235.8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Posicionamiento local y capacidad exportadora: La compañía cuenta con una importante trayectoria en el mercado de aluminio local, con una participación en el mercado de perfiles que en el último año se incrementó del 42% al 47%, que junto con las exportaciones le permitieron obtener a dic'17 un EBITDA de US\$ 2.4 millones, aunque disminuyendo los márgenes de EBITDA del 11% en 2016 a 7% en 2017. La compañía tiene el desafío de mantener la rentabilidad en un mercado competitivo con productos provenientes de China y recientemente también de Brasil.

Volatilidad de márgenes: La suba de los costos en moneda local como mano de obra y energía junto a la apreciación del tipo de cambio, impactó en una caída de márgenes en 2017. A estos factores también se agrega la volatilidad del precio de la materia prima que la compañía importa. Los cambios en dichos precios demoran en ser traspasados a los precios de venta, con lo cual bajas en el aluminio suelen beneficiar los márgenes de la compañía. Por otro lado ante un cambio de ciclo como el de 2017, la suba de los precios suele provocar una reducción de márgenes. Durante 2016 los precios internacionales del aluminio bajaron hasta un rango entre US\$/ton 1.500 y 1.750. En 2017 fueron subiendo desde US\$/ton 1.700 hasta los US\$/ton 2.250 en dic'17, lo cual redujo los márgenes de la compañía. Se espera que en el corto y mediano plazo los precios se mantengan en un rango entre US\$/ton 2.000 y US\$/ton 2.400. FIX afiliada de Fitch Ratings, en adelante FIX, monitoreará el impacto que el precio del aluminio y otras variables pueda tener en los márgenes de la compañía.

Demanda cíclica: La demanda está sujeta a las variaciones de la construcción y la industria automotriz pesada, tanto en Uruguay como en la región. El negocio de construcción en Uruguay mostró una tendencia decreciente en los últimos 4 años, compensada por los planes de viviendas sociales, por lo que los volúmenes de venta de perfiles en el mercado local se incrementaron levemente. Se espera una leve recuperación del sector privado de la construcción para este año. La compañía también está expuesta a la situación económica y a las fluctuaciones en el tipo de cambio de los países destino de sus exportaciones. Desde 2016 las exportaciones a Argentina y Brasil comenzaron a recuperarse, con una tasa anual promedio del 10% en toneladas, tras las restricciones a las importaciones que había en Argentina y la crisis de Brasil, que habían impactado fuertemente en las exportaciones de la compañía.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría subir en función de un aumento en la generación de fondos, conjuntamente con muy buenos niveles de apalancamiento sostenido aún en momentos bajos del ciclo. Por otra parte, una contracción en la demanda o en los márgenes operativos por la mayor competencia, junto con un aumento en el endeudamiento, podría afectar negativamente la calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

Adecuado apalancamiento y buenas coberturas: La compañía mantiene índices de endeudamiento adecuados para esta industria. A pesar de la reducción en el margen EBITDA este año, a dic'17 el ratio de deuda neta/EBITDA fue de 2,0x y las coberturas de intereses quedaron en 6,3x, tras haber reducido su deuda financiera en US\$ 1,6 millones. El 31% de la deuda se encuentra en el corto plazo. El riesgo de refinanciación se considera acotado dado el amplio acceso a los mercados de deuda. La compañía se financia con préstamos bancarios de mediano/largo plazo y con la emisión de ONs a 5/6 años. A dic'17 la compañía poseía una liquidez adecuada, con una posición de caja e inversiones líquidas por US\$ 0,9 millones, y vencimientos financieros de corto plazo de US\$ 1.8 millones. En el primer trimestre del 2018 la compañía obtuvo un préstamo bancario por US\$ 2 millones a 5 años con una tasa fija del 4,6%.

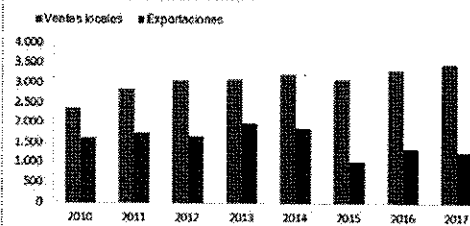
Perfil del negocio

Aluminios del Uruguay es la compañía de aluminios líder en el mercado uruguayo. Opera en dos segmentos de negocios distintos: la fabricación de perfiles de aluminio y la producción de envases flexibles (Ecoflex).

A su vez, la compañía exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. En 2017, alrededor del 81% de los ingresos se originaron en el mercado local y el resto proviene de exportaciones. Por su parte, las ventas en toneladas se distribuyen en alrededor de un 73% en el mercado local y un 27% en exportaciones, dependiendo del dinamismo de la demanda local y los niveles de producción de la compañía.

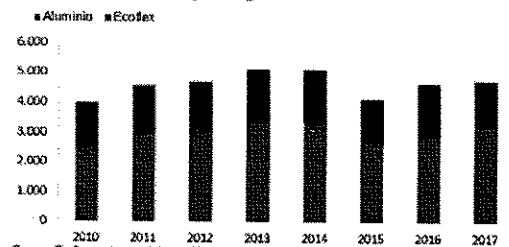
La compañía cuenta con una importante trayectoria. Fue subsidiaria de Alcan Aluminium Ltd (compañía multinacional de origen canadiense) desde el año 1957 hasta 1997. En este último año Alcan decidió vender ciertos activos en la región, y así Aluminios del Uruguay fue adquirida por Focus Finance Ltd., sociedad creada por el equipo gerencial de la compañía. La gerencia cuenta con una amplia experiencia en la dirección de la compañía y en los sectores en los que participa.

Ventas históricas en toneladas



Fuente: Fix Scr, en base a información enviada por la compañía

Ventas en toneladas por segmento



Fuente: Fix Scr, en base a información enviada por la compañía

Operaciones

Perfiles de aluminio

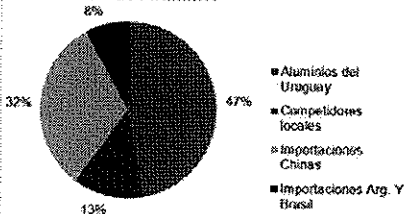
El segmento de perfiles de aluminio es el que aporta la mayor parte del EBITDA de la compañía: más del 80% en promedio durante los últimos años. Este segmento registró un margen promedio en torno al 10%. Los productos se destinan, en primer lugar, al sector de construcción en Uruguay (aberturas de aluminio), y a industrias como fábricas de carrocerías de ómnibus y camiones, y para la fabricación de bicicletas.

La compañía es el principal jugador del mercado local, mientras que la competencia proviene mayormente de China, que representa cerca del 80% de las importaciones totales. El resto de importaciones provienen de Brasil y Argentina.

Sus clientes se encuentran atomizados, compuestos en su mayoría por carpinteros metálicos. Las exportaciones se destinan a Brasil y a partir de 2016 la compañía retomó las ventas al mercado argentino. El principal negocio es el de carrocerías, siendo Marcopolo el principal cliente de este rubro. Dado que los productos que se venden localmente son productos de mayor valor agregado e incorporan asistencia técnica y menores tamaños de entrega, cuentan con un precio promedio más alto que el de las exportaciones.

Las materias primas sustanciales son los lingotes, barrotos de aluminio y chatarra. La compañía utiliza la chatarra propia, la comprada o canjeada a los propios compradores y chatarra importada. Los lingotes y la chatarra son refundidos en el horno de la compañía el cual posee una capacidad de fundición de 3000 tn al año. La compañía compra barrotos de aluminio para abastecerse de materia prima cuando se supera la capacidad de fundición (aprox. 1200 tn por año). Los lingotes

Participación de mercado en Perfiles de Aluminio



Fuente: Información suministrada por la compañía

son importados de Brasil y de proveedores de extrazona y los barrotos de Dubai. La compañía no cuenta con contratos de abastecimiento de largo plazo.

Los precios a nivel mundial del aluminio se indican en la Bolsa de Metales de Londres (LME) y constituyen la base para los cálculos de los precios de muchas empresas procesadoras de aluminio. El LME no sólo refleja la oferta y la demanda, sino las expectativas de precio del sector financiero. En los últimos años el precio del aluminio ha mostrado una fuerte tendencia a la baja, llegando a niveles cercanos a US\$ 1.400 la tonelada a fines de 2015. Desde principios de 2016 comenzó una recuperación gradual del precio, llegando a valores por encima de US\$ 2.000 la tonelada en marzo 2018.

Dada la exposición a los precios internacionales de barrotos y lingotes de aluminio, las principales inversiones están orientadas a la reducción de costos, el ahorro de energía, y la mayor eficiencia en el uso de materiales y reducción de desperdicios, con el fin de sostener los márgenes y bajar el punto de equilibrio.

Envases flexibles – Ecoflex

Se inició como una actividad complementaria al ofrecer productos con foil de aluminio y luego se completó con productos de filmes plásticos tanto impresos como sin impresión. Los productos se destinan a los sectores de alimentos, bebidas, farmacéutico e industria tabacalera. Este segmento se caracteriza por contar con clientes con un fuerte poder de negociación. La compañía es líder en el mercado local, con excepción del sector alimenticio en el cual enfrenta una mayor competencia. Además exporta aprox. el 43% de las ventas al Mercosur, agregándose Paraguay como destino, para los paquetes de cigarrillos.

A partir de 2011 el segmento de Ecoflex comenzó a generar una rentabilidad positiva, en torno al 3/5% de margen de EBITDA. Tras la salida del mercado de dos jugadores importantes en 2015, pudo aumentar la escala de producción y se absorbieron mejor los costos fijos, elevando el margen EBITDA del segmento por encima del 6% en 2015 y 2016. No obstante, durante el 2017, cayeron las ventas y el margen al 3,5% por un problema en la máquina que fabrica el blíster para medicamentos y de calidad en el empaque de cigarrillos. Superados estos inconvenientes, la compañía espera que el volumen de toneladas vendidas se incremente a lo largo de este año recuperando los márgenes cercanos al 5%.

Posición competitiva

La compañía mejoró la participación en el mercado local de perfiles de aluminio, alcanzando el 47% en 2017 vis a vis el 42% en 2016. A su vez, exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. En 2017, alrededor del 81% de los ingresos se originaron en el mercado local y el resto proviene de exportaciones.

En el mercado ecoflex la compañía poseía históricamente aprox. el 30% del mercado. Hacia fines de 2015 dos de los cuatro participantes decidieron salir del mercado, quedando Strong como único competidor.

Estrategia del management

En los últimos años la estrategia operativa de la compañía está destinada a la reducción de costos, el ahorro de energía y la mayor eficiencia en el uso de materiales y reducción de desperdicios, con el fin de sostener los márgenes y bajar el punto de equilibrio. Para lograrlo, durante este año y el siguiente, la compañía estima una inversión de capital de US\$ 1 millón. Además, Aluminios planea inversiones de aproximadamente US\$ 1,5 millones para la expansión del área de ventas y así poder brindar una mejor atención a sus clientes (estacionamiento, asistencia técnica, mayor lugar de depósito, entrega de productos más eficiente, etc.).

La compañía planea ir recuperando el nivel de las exportaciones, principalmente a Argentina. Además, la compañía espera poder incrementar su participación en el mercado de perfiles desarrollando nuevos canales de venta como por ejemplo ventas por internet.

Riesgo del sector

El riesgo del sector considera la variación de los precios internacionales del aluminio, dado que la compañía es importadora de los lingotes y barrotos de aluminio a los cuales realiza un proceso de transformación para lograr sus productos terminados. Además, el sector se enfrenta a una demanda volátil, dependiente principalmente de la evolución de la actividad de la construcción.

De acuerdo al Centro de Estudios Económicos de la Industria de la Construcción, en el primer semestre del año 2017 la actividad de la construcción sufrió una caída del 2,5% respecto al mismo período del 2016, que ya había bajado un 3,9% respecto al año anterior. No obstante, esta caída continúa siendo mitigada por los proyectos encausados a través de La ley de vivienda social (Ley 18795) la cual exonera de ciertos impuestos a la construcción y renta. Las obras destinadas a viviendas sociales representaron más del 70% de las ventas del segmento de perfiles de la compañía. FIX espera que por medio de una mayor inversión del sector de la construcción privada de lujo, tanto de inversores argentinos como locales, se logre una mayor diversificación de las ventas a lo largo de este año.

Factores de riesgo

- **No integrada hacia atrás:** La compañía importa el aluminio primario desde Argentina, Brasil y otras regiones (Dubai). El costo del aluminio está sujeto a las variaciones de los precios internacionales. Existe un retraso en el traslado a precios de los cambios en el costo del aluminio.
- **Demanda cíclica:** sujeta a la actividad de la construcción en Uruguay, y a la situación de los países limítrofes Brasil y Argentina. También puede verse afectada por la situación cambiaria de estos países y de Uruguay mismo.
- Negocio de envases flexibles de bajos márgenes y clientes con fuerte poder de negociación.
- Aumento de los costos internos en dólares.
- Aumento de la competencia, en particular de productos importados provenientes de China.

Perfil financiero

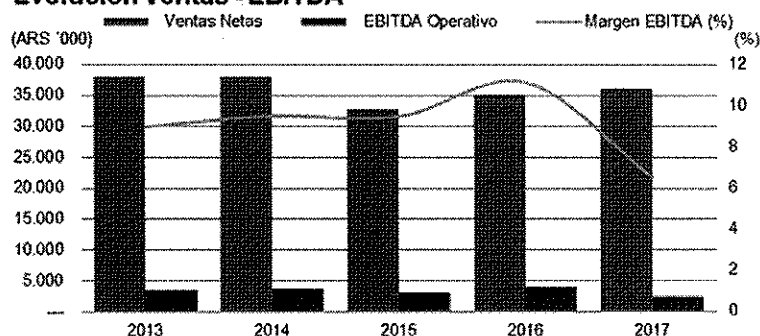
Rentabilidad

En el ejercicio 2017 las ventas subieron un 2,4% nominalmente con respecto al ejercicio anterior. El volumen de ventas de los perfiles de aluminio en el mercado local aumentaron un 9% y las exportaciones un 26%, mientras que las ventas de flexibles disminuyeron en ambos mercados, en el local un 6% y en exportaciones un 26%.

Después de una fuerte baja durante 2015, el precio internacional de aluminio fue recuperándose, alcanzando los US\$ 2.000 por tonelada en marzo 2018. La compañía no logró trasladar el aumento de los costos de materia prima a los precios de venta. Adicionalmente los otros costos relevantes, como mano de obra y energía, tuvieron un incremento en moneda local con una inflación cercana al 7% que en dólares tuvo un impacto aún mayor por la apreciación del tipo de cambio. Todo esto generó un EBITDA de US\$ 2,3 millones, logrando márgenes de 6,6%, por debajo del promedio histórico del 9%.

FIX espera que en los próximos años, los márgenes se vayan recuperando muy gradualmente.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

El flujo generado por las operaciones de la compañía se encontró por debajo del promedio histórico, en 2017 fue de US\$ 1,6 millones, mientras que el promedio ronda los US\$ 2 millones. El capital de trabajo no mostró variaciones significativas, lo que generó un flujo de caja operativo de US\$ 1,6 millones.

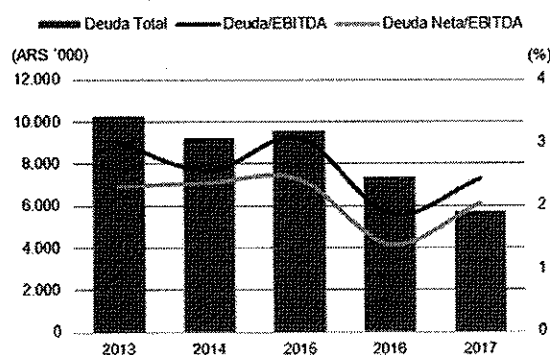
La compañía planea para los próximos dos años inversiones de US\$ 2,5 millones con el objetivo principal de mejorar el perfil comercial y aumentar la eficiencia operativa. Aluminios del Uruguay cuenta con flexibilidad para decidir el momento a realizarlas, dado que no son compulsivas.

Los dividendos se estiman en el 75% del resultado neto anterior aproximadamente, no obstante, dependen de los niveles de liquidez, apalancamiento y resultados de la compañía. En 2017 se distribuyeron dividendos por US\$ 0,7 millones. El flujo de fondos libres del 2017 fue de US\$ 0,5 millones. FIX espera que en los próximos dos años el flujo libre sea negativo, debido a las inversiones que la compañía tiene planeadas, para luego retornar a FFL positivo.

Liquidez y estructura de capital

La compañía presenta una adecuada estructura de capital. A diciembre'17 la deuda era de US\$ 5,7 millones, compuesta por préstamos bancarios y obligaciones negociables. El 31% corresponde a deuda de corto plazo (US\$ 1,7 millones). El riesgo de refinanciación se considera acotado dada la liquidez de la compañía y el amplio acceso a los mercados de deuda.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

El nivel de apalancamiento es considerado adecuado. A diciembre'17 la compañía poseía una relación deuda con EBITDA de 2.4x y deuda neta con EBITDA de 2.0x. Las coberturas de intereses con EBITDA son consideradas adecuadas, con ratio de 6.3x. Considerando la política de inversiones y distribución de dividendos de la compañía, FIX espera que mantenga un nivel de apalancamiento neto inferior a 2.5x.

A diciembre'17 la compañía poseía una buena liquidez, la posición de caja y equivalentes era de US\$ 0,9 millones y sus vencimientos financieros de corto plazo de US\$ 1,8 millones. Para los siguientes años FIX espera que la compañía mantenga una buena posición de liquidez, similar a la actual.

Fondeo y flexibilidad financiera (acceso a los mercados de capitales y financieros, bonos, préstamos bancarios y acciones).

La compañía cuenta con cierta experiencia en el mercado de capitales de Uruguay. Es una sociedad abierta que cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Montevideo desde 1944, aunque con una liquidez mínima. Asimismo colocó tres series de ON.: Serie 1 por US\$ 2.8 millones a 6 años de plazo en dic'07, Serie 2 por US\$ 3 millones a 6 años de plazo en dic'10, y Serie 3 por US\$ 5 millones a 6 años en septiembre 2015. Las tres series poseían un esquema de garantías a través de cesión de créditos. A su vez, la compañía cuenta con acceso a préstamos bancarios de corto y largo plazo. En el primer trimestre del 2018 la compañía obtuvo un préstamo bancario por US\$ 2 millones a 5 años, con una tasa fija del 4,6%.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Aluminios del Uruguay S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Periodo	2017	2016	2015	2014	2013
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.363	3.928	3.108	3.612	3.418
Margen de EBITDA	6,5	11,1	9,5	9,5	9,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,1	15,7	13,2	17,0	11,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,4	5,8	3,2	(1,8)	(5,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	4,6	11,6	4,0	10,3	9,9
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,3	7,5	6,3	8,6	5,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,3	7,9	6,0	7,3	6,9
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	1,8	1,1	0,7	0,7
FGO / Cargos Fijos	5,3	7,5	6,3	8,6	5,1
FFL / Servicio de Deuda	0,4	1,2	0,6	(0,0)	(0,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,8	2,1	1,3	0,1	0,2
FCO / Inversiones de Capital	3,7	5,7	6,5	1,1	0,3
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,9	2,0	2,9	2,2	4,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,4	1,9	3,1	2,6	3,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	1,4	2,4	2,4	2,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,7	5,9	5,5	5,1	5,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,3	0,2	0,2	0,5	0,4
Balance					
Total Activos	28.998	31.488	32.784	33.831	30.417
Caja e Inversiones Corrientes	911	1.886	2.056	675	2.417
Deuda Corto Plazo	1.782	1.647	2.231	4.591	4.457
Deuda Largo Plazo	3.948	5.690	7.331	4.636	5.818
Deuda Total	5.730	7.337	9.562	9.227	10.275
Total Patrimonio	16.323	16.279	15.401	15.780	12.629
Total Capital Ajustado	22.053	23.816	24.963	25.007	22.904
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.624	3.224	2.769	3.763	2.020
Variación del Capital de Trabajo	(1)	412	(58)	(2.623)	(1.483)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.623	3.637	2.713	1.140	537
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(440)	(634)	(418)	(1.060)	(1.739)
Dividendos	(694)	(949)	(1.252)	(781)	(789)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	489	2.053	1.043	(701)	(1.991)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	—	—	—	20	6
Otras Inversiones, Neto	218	—	—	506	(506)
Variación Neta de Deuda	(1.606)	(2.224)	337	(1.035)	3.738
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	(76)	—	—	(32)	32
Variación de Caja	(975)	(170)	1.380	(1.242)	1.279
Estado de Resultados					
Ventas Netas	36.094	35.253	32.767	38.003	38.027
Variación de Ventas (%)	2,4	7,6	(13,8)	(0,1)	1,4
EBIT Operativo	1.207	2.835	1.812	2.432	2.323
Intereses Financieros Brutos	374	495	519	494	493
Resultado Neto	749	1.831	625	1.466	1.224

Anexo II. Glosario

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

Anexo III. Características del instrumento

Acciones (emisor)

El capital contractual al 31 de diciembre de 2017 es Pesos Uruguayos 100.000.000. Las acciones en circulación son 500.000.000 de un valor nominal de Pesos Uruguayos 0,10 cada una (500.000.000 al 31 de diciembre de 2017). Los tenedores de acciones ordinarias tienen derecho a recibir dividendos tal como se declaren oportunamente, y tienen derecho a un voto por acción en la Asamblea de Accionistas de Aluminios del Uruguay S.A.

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

Obligación Negociable serie 3

Monto Autorizado:	US\$ 5 MM
Monto Emisión:	US\$ 5 MM
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidense
Fecha de Emisión:	23 de septiembre 2015
Fecha de Vencimiento:	23 de septiembre 2021
Amortización de Capital:	En 5 cuotas, la primera por el 10% del capital a los 24 meses de emisión, la segunda por el 15% del capital a los 36 meses, la tercera por el 25% a los 48 meses, la cuarta por el 25% a los 60 meses y el resto al vencer la emisión
Intereses:	Tasa fija de 4,5% anual
Cronograma de Pago de Intereses:	Pagos trimestrales
Destino de los fondos:	Optimizar la eficiencia de la estructura de costos de fabricación a través de la reducción de costos de energía sustituyendo fuentes y eliminando desperdicios; a través de la reducción del costo laboral incorporando tecnologías a distintos procesos y por reducción de costos por desperdicios de materias primas. Asimismo el objeto es mantener la estructura de capital y financiera que se extiende desde hace años, para mantener la política de inversiones anuales y la gestión de la empresa.
Garantías:	Se constituyó un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago que se integrará con los créditos actuales y futuros que tenga o pueda tener el Emisor contra los clientes que figuran en el Anexo IV del Contrato de Cesión de Créditos, a efectos de garantizar y pagar, en su oportunidad y según corresponda, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables Serie 3.
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay

Anexo V. Dictamen de calificación.

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **Fix Scr Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, reunido el 25 de abril de 2018 confirmó la **Categoría BBB+(uy)** a la calificación de emisor de Aluminios del Uruguay S.A. y a las obligaciones serie 3 por hasta US\$ 5 millones.

La perspectiva es estable.

Categoría BBB(uy): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

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

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

Fuentes:

- Balances anuales al 31/12/17.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Prospecto de emisión de las Obligaciones Negociables.

Adicionalmente información de gestión suministrada por la compañía.

Criterios Relacionados

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

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

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 calificador, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

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

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

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

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

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación 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.