

Cledinor S.A. (Cledinor)

Informe de actualización

Calificaciones

Obligaciones Negociables
por hasta U\$S 60 MM **BBB+(uy)**

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Grupo Marfrig Uruguay*

En miles de US\$	12 Meses 31/09/17	12 Meses 30/09/16
Caja e Inv. Corr.	14.590	25.591
Total Deuda		
Financiera	29.090	26.019
Ingresos	554.832	519.550
EBITDA	11.751	13.272
EBITDA (%)	2.1%	2.6%
Deuda/ EBITDA	2.5x	2.0x
Deuda Neta/ EBITDA	1.2x	0.0x

*Resumen Financiero Grupo Marfrig Uruguay. Contempla información combinada de las cuatro (5) empresas correspondientes al grupo en Uruguay: Prestcott International S.A., Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia.

Criterios Relacionados

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

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

Analistas

Analista Principal
Mariano de Sousa
Analista
+54 11 5235-8141
mariano.desousa@fixscr.com

Analista Secundario

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54 11 5235-8122
gcurutchet@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillón
Director Senior
+54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Flujo de fondos volátil del grupo Marfrig Uruguay: el análisis crediticio se basa en las cifras combinadas del grupo en Uruguay (Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia – (Marfrig Uruguay, Ver Anexo I), dado que las compañías relacionadas son garantes de las ON, y mantienen una fuerte interrelación incluyendo estrategia y management conjunto. Fix incorpora la elevada volatilidad intrínseca del negocio así como el fuerte posicionamiento del grupo en el sector ganadero en Uruguay y los buenos fundamentals de la demanda mundial en el mediano plazo.

Industria cíclica y elevado riesgo operacional: Los márgenes de la compañía están afectados por factores que se encuentran fuera del control del Grupo Marfrig como condiciones climáticas inciertas, la competencia por el uso de la tierra y por la disponibilidad de ganado, condiciones sanitarias, acuerdos económicos de los países importadores con Uruguay y/o otros países exportadores y variación del tipo de cambio en Uruguay.

Estrategia de optimización de la estructura de capital: la emisión de ON garantizadas por U\$S 60 millones con vencimiento a 10 años le permitirá al Grupo Marfrig en Uruguay optimizar el nivel de endeudamiento. Luego de la emisión, la deuda financiera crecerá a U\$S 89 millones (U\$S 29 millones en sept'17) estimándose el ratio consolidado de Deuda Neta/EBITDA en valores menores a 3x (vs. 1.2x en sept'17). Los fondos se utilizarán para que las empresas del Grupo en Uruguay realicen un pago extraordinario de dividendos por hasta U\$S 30 millones, cancelen endeudamiento de corto plazo contraído con instituciones financieras locales y financien inversiones en activos fijos. Marfrig Uruguay es el principal exportador de carne del país. Las exportaciones le permiten generar fondos en moneda dura lo cual le otorga acceso a condiciones de financiamiento a bajas tasas.

ON garantizadas por fideicomiso: La calificación de las obligaciones negociables contempla la estructura de la emisión que se encuentra garantizada por un fideicomiso en pago y garantía, cuyo activo subyacente serán los créditos cedidos por las ventas realizadas en el mercado local (sin tener en cuenta las ventas entre los propios fideicomitentes). La cobertura entre los fondos acumulados en las cuentas garantía versus los servicios de deuda será de 1.0x (acumulando 1/3 del servicio de deuda por mes) y el flujo cedido anual se estima en aprox. U\$S 100 millones.

Vinculación con su controlante: La calificación incorpora la vinculación entre Cledinor y su controlante, Marfrig Global Foods S.A. (calificada por Fitch en BB- Perspectiva Estable y en A(br) en escala nacional, perspectiva estable). El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista, sin embargo FIX considera que la operación en el Cono Sur es estratégica para dicha industria debido a la capacidad de exportar productos premium.

Sensibilidad de la calificación

Incremento en el apalancamiento: Dados los factores cíclicos comentados y el elevado riesgo operacional al que está expuesta la industria y la compañía, la tolerancia a la deuda es baja. Un mayor endeudamiento del Grupo Marfrig Uruguay en el contexto actual de mercado y un deterioro en el manejo del capital de trabajo, podrían derivar en una baja en la calificación las Obligaciones Negociables de Cledinor.

Flujos de fondos negativos: De verificarse flujos de fondos libres negativos durante los próximos ejercicios podría derivar en una revisión a la baja en la calificación de las Obligaciones Negociables.

Liquidez y estructura de capital

El grupo opera con una buena posición de liquidez. Al 30 de septiembre'2017 la caja ascendía a U\$S 14.6 millones y los vencimientos de corto plazo U\$S 25.7 millones. FIX espera que en el grupo mantenga la liquidez necesaria para sostener la volatilidad del negocio.

Anexo I. Resumen financiero

Resumen Financiero - Grupo Marfrig Consolidado - Prestcott International S.A., Cledinor S.A., Frigorífico Tacuarembó S.A., Establecimientos Colonia S.A., Inaler S.A.

(US\$, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NIF	NIF	NIF	NIF	NIF
	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	2017	2016	2015	2014	2013
Meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	11.751	13.272	38.788	47.339	(30.547)
EBITDAR Operativo	11.751	13.272	38.788	47.339	(30.547)
Margen de EBITDA	2,1	2,6	7,2	8,5	(5,2)
Margen de EBITDAR	2,1	2,6	7,2	8,5	(5,2)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(3,4)	25,6	25,5	20,9	(14,7)
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,1)	9,7	(3,2)	5,1	(2,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	8,0	5,5	19,0	25,0	(26,8)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(1,1)	8,2	12,6	8,8	(5,0)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,4	3,4	10,3	10,0	(6,0)
EBITDAR Operativo / Intereses Financieros + Alquileres	3,4	3,4	10,3	10,0	(6,0)
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	0,6	0,6	1,4	(0,4)
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,4	0,6	0,6	1,4	(0,4)
FGO / Cargos Fijos	(1,1)	8,2	12,6	8,8	(5,0)
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	2,3	(0,2)	1,0	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	3,4	0,1	1,5	0,2
FGO / Inversiones de Capital	3,0	25,1	6,8	21,3	(5,7)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	(4,0)	0,9	1,6	1,4	(2,6)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,0	1,8	1,1	(3,0)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	0,0	1,3	0,7	(2,0)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,5	2,0	1,8	1,1	(3,0)
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	1,2	0,0	1,3	0,7	(2,0)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,4	8,3	6,3	6,6	6,4
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,9	0,6	0,8	0,6	0,8
Balance					
Total Activos	211.302	216.673	271.402	281.626	277.719
Caja e Inversiones Corrientes	14.590	25.591	17.550	18.237	23.946
Deuda Corto Plazo	25.738	19.658	57.387	28.791	72.805
Deuda Largo Plazo	3.353	6.361	10.732	22.535	18.571
Deuda Total	29.090	26.019	68.119	51.327	91.376
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	29.090	26.019	68.119	51.327	91.376
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	29.090	26.019	68.119	51.327	91.376
Total Patrimonio	83.151	98.289	118.162	147.390	114.597
Total Capital	112.221	124.308	186.281	198.717	205.973
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(7.287)	28.174	43.709	36.808	(35.447)
Variación del Capital de Trabajo	23.111	51.015	(2.526)	(6.835)	22.183
Flujo de Caja Operativo (FCO)	15.824	79.189	41.182	29.973	(13.265)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(5.205)	(3.157)	(6.068)	(1.406)	(2.313)
Dividendos	(22.398)	(25.891)	(52.436)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(11.781)	50.140	(17.374)	28.566	(15.578)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	1	35	(226)	174
Variación Neta de Deuda	780	(42.100)	16.792	(40.049)	22.527
Variación Neta del Capital	0	0	(140)	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(11.001)	8.041	(687)	(11.709)	7.124
Estado de Resultados					
Ventas Netas	554.832	519.650	639.201	555.894	587.143
Variación de Ventas (%)	7%	-4%	-3%	-5%	9%
EBIT Operativo	7.742	9.271	34.939	43.366	(34.673)
Intereses Financieros Brutos	3.419	3.890	3.756	4.720	5.089
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	7.247	6.019	25.168	32.793	(35.550)

Resumen Financiero - Cledinor S.A.

(miles de UY\$, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NIF	NIF	NIF	NIF	NIF
	28,951	15,53	9,43	8,44	5,80
	28,48	13,72	8,87	7,53	5,18
	2017	2016	2015	2014	2013
Meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	51.238	(30.461)	262.099	266.874	(170.962)
EBITDAR Operativo	51.238	(30.461)	262.099	266.874	(170.962)
Margen de EBITDA	1,3	(0,9)	7,0	9,4	(5,3)
Margen de EBITDAR	1,3	(0,9)	7,0	9,4	(5,3)
Rotomo del FGO / Capitalización Ajustada (%)	51,8	11,9	2,4	26,3	(9,7)
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,9	4,7	(4,9)	5,8	(2,9)
Rotomo sobre el Patrimonio Promedio	2,7	(4,1)	15,8	25,3	(19,1)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	46,2	12,7	10,6	98,8	(25,3)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,2	(2,7)	66,9	94,6	(45,3)
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	6,2	(2,7)	66,9	94,6	(45,3)
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	(0,3)	0,8	3,1	(0,9)
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,7	(0,3)	0,8	3,1	(0,9)
FGO / Cargos Fijos	46,2	12,7	10,6	98,8	(25,3)
FFL / Servicio de Deuda	0,6	1,5	(0,6)	2,0	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,9	1,6	(0,2)	2,6	0,1
FCO / Inversiones de Capital	39,6	44,6	(4,8)	7,3	(4,4)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,2	0,6	0,1	0,3	(3,2)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	(3,4)	1,3	0,3	(1,9)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,1)	(2,8)	0,8	0,1	(1,3)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,8	(3,4)	1,3	0,3	(1,9)
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	(0,1)	(2,8)	0,8	0,1	(1,3)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,6	5,1	1,9	1,4	1,9
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,7	1,0	0,9	1,0	0,6
Balance					
Total Activos	1.334.895	1.448.625	2.065.932	1.419.701	1.299.061
Caja e Inversiones Corrientes	96.088	18.273	124.417	50.484	106.937
Deuda Corto Plazo	66.153	103.064	310.188	82.210	181.867
Deuda Largo Plazo	25.171	0	29.390	0	139.039
Deuda Total	91.323	103.064	339.577	82.210	320.907
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	91.323	103.064	339.577	82.210	320.907
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	91.323	103.064	339.577	82.210	320.907
Total Patrimonio	649.680	1.095.236	1.358.476	976.725	668.420
Total Capital	732.003	1.198.300	1.698.054	1.058.935	989.327
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	371.240	131.053	37.504	275.952	(90.283)
Variación del Capital de Trabajo	188.991	226.709	(186.681)	(84.088)	23.622
Flujo de Caja Operativo (FCO)	558.240	358.662	(149.177)	191.864	(75.661)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(14.083)	(8.033)	(31.375)	(26.183)	(17.347)
Dividendos	(508.003)	(191.675)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	36.155	158.954	(180.552)	165.681	(93.007)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(2.735)	0	4.789	0	0
Otras Inversiones, Neto	575	0	4.377	75.120	(60.188)
Variación Neta de Deuda	43.471	(262.155)	241.154	(232.788)	146.234
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	77.466	(103.200)	69.769	8.013	(6.961)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	3.827.977	3.349.380	3.720.303	2.850.130	3.253.623
Variación de Ventas (%)	14%	-10%	31%	-12%	-1%
EBIT Operativo	51.238	(30.461)	262.099	266.874	(170.962)
Intereses Financieros Brutos	8.217	11.239	3.917	2.821	3.776
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	23.795	(50.639)	184.029	208.335	(138.175)

Anexo III. 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 IV. Características del instrumento

Obligaciones Negociables por hasta U\$S 60 millones.

Cledinor S.A. emitió Obligaciones Negociables por un valor nominal de hasta U\$S 60 millones bajo las siguientes condiciones:

Monto estimado de la emisión: hasta 60 millones

Moneda: dólares

Plazo: 10 años

Período de Gracia: Un año

Amortización de capital: cuotas trimestrales e iguales una vez finalizado el período de gracia

Intereses: tasa fija de 6% pagaderos trimestralmente

Principales Condiciones: el ratio de Deuda Financiera Líquida/EBITDA no podrá ser mayor a 4,00. Ratio de Cobertura de Deuda: EBITDA / (Servicio de Deuda de la ON del año t+1) mayor que 1,75. Ratio de garantía sea mayor que 1.

Garantías Personales: En garantía del repago de las Obligaciones Negociables los Garantes Locales y Marfrig Global Foods S.A. se constituirán en fiadores o garantes solidarios del Emisor.

Fideicomiso de garantía: Se constituyó un "Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Cledinor I", al que el Emisor y los Garantes Locales le cedieron los créditos de todas las ventas realizadas en el mercado local de la República Oriental del Uruguay. Cabe destacar que no forma parte de la definición de Créditos Cedidos los créditos que se originen por las ventas realizadas en el mercado local de la República Oriental del Uruguay entre los propios Fideicomitentes. El Fiduciario deberá retener mensualmente mientras no exista un Caso de Incumplimiento (i) el monto equivalente a 1/3 (un tercio) de los intereses a ser pagados en el próximo Día de Pago de Intereses bajo las Obligaciones Negociables; y (ii) vencido el período de gracia bajo las Obligaciones Negociables, un monto equivalente a 1/3 (un tercio) de la parte de Capital e intereses a ser abonada en el próximo Día de Pago de Capital e Intereses bajo las Obligaciones Negociables. Llegado un Día de Pago de Intereses o un Día de Pago de Capital e Intereses, según corresponda, el Fiduciario transferirá al Agente de Pago los montos existentes en estas Cuentas Garantía para el pago de las sumas debidas bajo las Obligaciones Negociables.

Opción de rescate: A partir del sexto año de la fecha de emisión, el Emisor podrá optar por rescatar anticipadamente total o parcialmente las Obligaciones Negociables, con una notificación a la Entidad Representante, al Agente de Pago y al Banco Central del Uruguay no menor a 30 días corridos, en cuyo caso el precio del rescate se estipula en 102% del capital adeudado a la fecha del efectivo.

Cross default: A partir de U\$S 3 millones con cualquiera de los garantes locales. Incumplimiento de Marfrig Global Food S.A. de los bonos emitidos en junio 2016 por U\$S 1000 millones.

Destino de los fondos: Los fondos serán utilizados por el Emisor para cubrir requisitos financieros generales del Grupo Marfrig: Optimización de la estructura financiera del Grupo Marfrig en Uruguay, tanto del Emisor como de los Garantes Locales, como sustitución de endeudamiento a corto plazo contraído con instituciones financieras locales; pago de dividendos al accionista Marfrig Global Foods S.A. (por parte del emisor o los garantes locales) por hasta U\$S 30 millones para contribuir a la optimización de la estructura financiera del grupo a nivel global y financiamiento de inversiones en activos fijos de las entidades del Grupo Marfrig en Uruguay en su conjunto, las cuales para el próximo año se estima no excedan los U\$S 4 millones. El pago de dividendos al accionista se evaluará en función de las posibilidades de sustitución de préstamos bancarios, así como la proyección de necesidades de caja y capital de trabajo en el corto plazo.

Ley aplicable: ROU.

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**, realizado el 29 de enero de 2018, asignó * en **Categoría BBB+(uy)** a las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones a ser emitidas por **Cledinor S.A.** 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

- Estados Contables Combinados del grupo Marfrig Uruguay (Cledinor S.A., Establecimientos Colonia S.A., Frigorífico Tacuarembó S.A. y Inaler S.A.).
- Estados Contables de Cledinor S.A. hasta el 30 de septiembre 2017, Auditor del último balance: BDO Auditores y Consultores S.R.L.
- Preliminar de Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 MM.

Criterios Relacionados

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

Sambor
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

[Signature]
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

[Signature]
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 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.