

# Cooperativa Nacional de Productores de Leche/

(Conaprole)  
Informe Integral

## Calificaciones

CONAHORRO II (12m) Dic 2017  
por hasta US\$ 3 MM A1+(uy)

## Resumen Financiero No Consolidado

US\$ MM	31/07/16	31/07/15
	NIIF 12 meses	NIIF 12meses
Total Activos	568.944	539.160
Total Deuda Financiera	118.373	116.089
Ingresos	741.408	744.835
EBITDA	95.350	69.206
EBITDA (%)	12.9	9.3
Deuda/ EBITDA	1.2	1.7
EBITDA/ intereses	22.5	17.6

NIIF: Normas internacionales de información financiera.

## 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)

### Analista Principal:

Gabriela Catri  
Director  
+5411 5235-8129  
[gabriela.catri@fixscr.com](mailto:gabriela.catri@fixscr.com)

### Analista Secundario:

Patricio Bayona  
Director Asociado  
+5411 5235-8124  
[patricio.bayona@fixscr.com](mailto:patricio.bayona@fixscr.com)

### Responsable del Sector:

Cecilia Mingullón  
Director Senior  
+5411 5235-8123  
[cecilia.mingullon@fixscr.com](mailto:cecilia.mingullon@fixscr.com)

## Factores relevantes de la calificación

**Sólidos fundamentos del negocio:** La calificación de Conaprole refleja la solidez de su perfil crediticio. Las fortalezas le permiten disminuir la volatilidad operativa propia de un negocio cíclico: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (exportaciones por US\$ 479MM en 2016); (iii) su fuerte posición competitiva.

**Fuerte posición de liquidez:** La estrategia financiera se basa en mantener una saludable posición de liquidez y una estructura de financiamiento conservadora con foco en el largo plazo. El préstamo de los productores es clave en este esquema, para mitigar posibles efectos de un ciclo negativo. La compañía prevé concentrar una porción de su deuda en líneas de corto plazo "revolving" comprometidas a largo plazo para poder mejorar la eficiencia del endeudamiento a lo largo del ciclo. A julio'16 Conaprole detentaba un moderado nivel de deuda y sólidas coberturas de intereses con EBITDA. Para el ejercicio 2016/2017, partiendo de los signos de recuperación de los precios internacionales, se prevé una gradual recuperación en el nivel de ventas, manteniendo un nivel EBITDA y márgenes de la compañía similares a años anteriores. FIX espera que la compañía pueda sostener un nivel de apalancamiento neto a EBITDA por debajo de 2.5x y holgadas coberturas de intereses.

**Fuerte posición competitiva:** Conaprole es líder dentro de la industria láctea uruguaya con una participación superior al 70%, producto del reconocimiento de sus marcas y su desarrollada cadena de distribución. El mercado local cuenta con altas barreras de entrada.

**Flexibilidad financiera:** Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, un demostrado acceso a los mercados de crédito y un manejo adecuado de su nivel de apalancamiento. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio. La emisión de los títulos CONAHORRO de corto y largo plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía. Asimismo, el Parlamento aprobó el proyecto de Ley propuesto por el Poder Ejecutivo para el financiamiento a 6 años (3 de gracia más 3 de repago) de los créditos por exportaciones a Venezuela hechas en el marco del acuerdo gubernamental de Julio '15 en donde el costo de intereses de los primeros 3 años estaría a cargo del Estado. A la fecha, la empresa solo ha recibido el desembolso del 50% de dicha cifra y espera recibir el resto en el mes de Noviembre. Este financiamiento libera liquidez a la compañía y le permite ganar mayor flexibilidad financiera. El saldo adeudado por Corpovex (Venezuela) a Conaprole asciende a US\$ 39 MM.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada si se observara una suba sostenida en el apalancamiento que reste flexibilidad para hacer frente a los ciclos propios de la industria. Se prevé que Conaprole mantendrá una estrategia financiera de mediano plazo con un nivel de apalancamiento conservador y buena posición de liquidez.

## Liquidez y estructura de capital

**Endeudamiento moderado:** a julio'16 la deuda de Conaprole alcanzaba los US\$ 118.4 MM, 30% concentrado en el corto plazo. La deuda neta alcanzaba los US\$ 91.5 MM, con una relación a EBITDA de 1x.

## Perfil del negocio

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole) es una empresa líder en la industria láctea uruguaya, con más del 70% de participación de mercado en las ventas de leche. La cooperativa tiene más de 70 años de trayectoria, y es el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico. Asimismo, sus productos fueron fortaleciendo su presencia en los mercados internacionales, los cuales le otorgaron aproximadamente el 65% de sus ingresos en el ejercicio fiscal a julio'16.

### Estrategia

El consumo lácteo per cápita de Uruguay es uno de los más altos del mundo, comparable con el de los países desarrollados. Debido a la madurez y alto consumo local, Conaprole se enfocó en el mercado de exportación. El objetivo de la compañía es ser el exportador de ingredientes y quesos de menor costo en Latinoamérica.

### Operaciones

La cooperativa se dedica a la producción y distribución de una amplia gama de productos lácteos, que incluye leche líquida o en polvo, queso, manteca, cremas, helados, dulce de leche, y varios ingredientes lácteos. Opera bajo la marca Conaprole y bajo otras marcas locales, entre otras, Kasdorf, Conamigos, Candelaria, Ricoleso, Manjar, Alpa, Oso Polar y Blancanube.

Conaprole opera ocho plantas procesadoras, con una capacidad total de producción de leche de 7 MM de litros por día en todas sus plantas. En su pico máximo de producción implica una capacidad de producción de aprox. 80%/85%

Relación con productores: La relación de Conaprole con los remitentes es a dos niveles: 1) como proveedores de la materia prima básica y 2) como asociados-dueños.

La cooperativa les paga un precio por la leche remitida. Del precio a pagar, la cooperativa retiene un 1,5% destinado como aportes de capital para conformar el denominado Fondo de Productividad, que tiene como fin fondear parte de las inversiones anuales, y otro 1.5% como préstamo a la Cooperativa.

En cuanto al precio pagado a los productores, la Dirección fija el precio de la materia prima en pesos luego de cerrado el mes de remisión. En momentos de incertidumbre cambiaria, los precios fueron fijados sujetos a una banda de fluctuación del tipo de cambio. Este mecanismo ofreció una cobertura operativa al riesgo de descalce de moneda.

Fondo Especial para la Estabilización de Precios: fue creado en el ejercicio 2012/2013 para atender situaciones extraordinarias que podían afectar el precio de la leche. A la fecha, dicho fondo ha sido totalmente desembolsado.

**Mercado Externo (65% de las ventas totales en el ejercicio anual a julio'16)**

*Exposición a la volatilidad de los precios commodities, productos de bajo valor agregado.*

Las ventas al exterior se componen principalmente de ingredientes que son utilizados como insumos, tanto en la industria alimenticia como en la farmacéutica. El volumen destinado al exterior representa el 78.4% sobre el volumen total vendido a julio'16 (levemente superior que en el ejercicio anterior 69.8%).

La mayor parte de los productos exportados son de venta al por mayor para uso industrial, y por lo tanto su contribución marginal es menor a la de los productos destinados al mercado

local. La leche en polvo y otros productos deshidratados son el principal rubro en el volumen total exportado. El segundo y tercer producto en importancia son los quesos y manteca.

En cuanto a los destinos de exportación, se observa una cartera concentrada principalmente en 6 destinos: Brasil, Venezuela, Argelia, Federación Rusa, México y China.

#### Exportaciones a Venezuela

En el marco del acuerdo entre gobiernos realizado entre el gobierno de Uruguay y el gobierno de Venezuela, Conaprole se comprometió a exportar 44.000 toneladas de leche en polvo.

Los fondos para el pago de dichas exportaciones – luego de cumplidas ciertas formalidades - provendrían de un fideicomiso creado a tales efectos. Este sistema de pago no se perfeccionó adecuadamente, y el gobierno venezolano es quien actualmente administra discrecionalmente los pagos de los envíos.

El Parlamento uruguayo aprobó el proyecto de ley que autorizaba al Poder Ejecutivo a asumir los costos financieros (las tasas de interés) por hasta tres años, por los créditos o préstamos a las empresas lácteas que aún tienen pagos pendientes por las exportaciones realizadas a Venezuela. El crédito aprobado a Conaprole fue por un monto de US\$ 39 millones, que es el saldo que Venezuela adeudaba por las ventas bajo convenio.

Recientemente, la cooperativa recibió un repago de Venezuela por exportaciones anteriores al acuerdo binacional. Dicho pago fue destinado a la pre-cancelación de deuda contraída con varias instituciones del exterior y de plaza. La cooperativa embarcó USD 90 MM de los USD 165 MM comprometidos originalmente en el acuerdo.

#### **Mercado Interno**

*Estabilidad de la demanda, demanda inelástica de leche fluida, productos de alto valor agregado.*

La demanda del mercado local es relativamente estable, lo cual hace bastante predecible la generación de caja en moneda local. La línea de leche concentra aproximadamente el 50% del volumen de ventas domésticas.

La cooperativa distribuye sus productos principalmente a través de una extensa red de distribuidores (externos y exclusivos) a lo largo de todo el país, lo cual constituye una ventaja competitiva. La red de distribuidores está dividida en dos regiones que operan independientemente: Montevideo y el interior del país. Históricamente, esta red constituyó el principal canal de distribución para Conaprole, concentrando, entre ambas subdivisiones, el 70% de las ventas al mercado interno. El canal supermercados registra una baja participación sobre las ventas. El porcentaje restante de las ventas se destinan a organismos públicos, subsidiarias y otros privados.

#### **Factores de Riesgo**

- Exposición a la evolución de los precios de los *commodities*. La generación de flujo de caja del negocio de exportación de productos lácteos está expuesta a los ciclos y volatilidades los de precios internacionales.
- Aprovisionamiento de materia prima. El volumen de remisión de leche está influenciado por condiciones ajenas al control de la cooperativa, como factores climáticos.
- Incidencia de los vaivenes de la economía local sobre los ingresos provenientes de ese mercado. Si bien el consumo de leche es inelástico frente al precio, la demanda de

productos de mayor valor agregado se ve influenciada por el poder adquisitivo de la población, los efectos de inflación, y la sustitución de productos.

- Moderada exposición de endeudamiento a tasa variable.
- Riesgo de incobrabilidad de los compromisos de exportación asumidos con Venezuela en el marco del acuerdo entre gobiernos.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Las ventas y EBITDA de CONAPROLE a julio'16 alcanzaron US\$ 741,4 MM y US\$ 93,4 MM, mostrando un pequeño crecimiento en EBITDA y una leve reducción en las ventas con respecto al ejercicio cerrado a julio'15. (US\$ 744,8 MM y US\$ 69,2 MM respectivamente). Los principales motivo del crecimiento de EBITDA pese a la disminución en los ingresos fueron el mayor volumen vendido en mercado de exportación (46.7%) y la baja en el costo por unidad que cayó un 29.8%. A nivel general, el volumen vendido por la compañía aumentó un 30.6%.

En cuanto al EBITDA y al margen de EBITDA se observa un incremento en términos nominales explicado por la suba del volumen y la baja en el costo. Asimismo el margen se ubicó en 12.9% (38.7% por encima de 2015). La baja en los precios de venta fue compensada por una disminución de los precios de compra a los productores medidos en dólares. El EBITDA medido en litros resulto levemente inferior que el año pasado. (0.60 US\$ x litro en Julio'16 vs. 0.63 US\$ x litro en Julio'15).

Los costos operativos de la cooperativa están compuestos principalmente por la leche y crema, materiales, otros consumos y mano de obra. Del total de costos y gastos operativos, se calcula que aproximadamente el 20% de los insumos o costos se encuentran denominados en dólares. Conaprole detenta una fuerte flexibilidad gracias a su capacidad para trasladar el impacto de la variación en los precios internacionales al precio de su materia prima.

### Flujo de fondos

En términos de la generación de fondos, a julio'16 el flujo generado por las operaciones de Conaprole alcanzó los US\$ 110 MM. La variación negativa en el capital de trabajo fue producto de un aumento de stocks, lo cual derivó en un flujo de caja operativo de US\$ 28 MM. El promedio histórico de los stocks es de aprox. 80 días. En el último ejercicio la antigüedad de stock alcanzó picos de 137 días cerrando finalmente en Julio'16 en 63 días.

Durante el ejercicio Conaprole realizó inversiones de capital por US\$ 21 MM, menores al promedio de inversiones por mantenimiento observado en los últimos años (US\$ 35 MM / US\$ 40 MM).

Política de distribución de utilidades: Los socios cooperarios reciben reliquidaciones de precio cuando la situación económica-financiera lo permite. Estas reliquidaciones se pagan generalmente dos veces al año, mes posterior al cierre de los semestres fiscales (febrero-agosto). Durante el ejercicio cerrado a Julio'16 no se pagaron utilidades.

### Liquidez y estructura de capital

A julio'16 la deuda financiera bruta ascendía a aproximadamente US\$ 118 MM, lo cual compara contra US\$ 116 MM a julio'15. El 72% del apalancamiento bruto se encontraba en el largo plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios, préstamos de

productores y ON. El endeudamiento de la compañía disminuyó a 1.2x de 1.7x principalmente por el incremento de EBITDA.

La posición de caja e inversiones corrientes de la compañía alcanzaba los US\$ 26.8 MM, cubriendo en 0.82x de la deuda financiera de corto plazo. Se prevé que la compañía continúe manejando sus vencimientos de corto plazo mediante una combinación de caja y nueva deuda. La compañía posee buenos índices de cobertura de intereses.

#### **Fondeo y flexibilidad financiera**

Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, con probado acceso a los diversos mercados de crédito.

## Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1/8/2012, CONAPROLE ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF). Desde enero'16 compañía publica sus estados contables en US\$. Los números históricos fueron convertidos al tipo de cambio promedio o de cierre del ejercicio, según corresponda.

### Resumen Financiero - Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE)

(miles de USD, año fiscal finalizado en Julio)

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Período

Cifras no consolidadas	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	95.350	69.206	90.339	68.002	48.040
Margen de EBITDA	12,9	9,3	9,3	8,0	6,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	51,6	18,2	34,4	15,3	13,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,6	(6,0)	(0,5)	0,2	(7,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	14,7	4,3	16,5	18,8	21,0
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	27,0	20,8	55,1	23,3	23,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	22,5	17,6	29,9	24,1	20,6
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)				24,1	20,6
EBITDA / Servicio de Deuda	2,6	1,5	2,6	1,8	1,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda				1,8	1,3
FGO / Cargos Fijos	27,0	20,8	55,1	23,3	23,0
FFL / Servicio de Deuda	0,3	(1,0)	(0,1)	0,1	(1,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,0	(0,7)	1,7	1,5	(0,4)
FCC / Inversiones de Capital	1,3	0,0	0,8	1,0	(1,3)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,0	1,4	0,6	1,6	1,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,7	1,2	1,5	2,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	1,5	0,5	0,8	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo				1,5	2,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo				0,8	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,6	3,5	2,9	2,8	3,0
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
<b>Balance</b>					
Total Activos	568.844	539.160	634.032	568.758	506.838
Caja e Inversiones Corrientes	26.846	15.730	64.744	50.950	35.821
Deuda Corto Plazo	32.611	39.893	32.385	34.833	35.712
Deuda Largo Plazo	85.762	76.196	73.279	68.977	63.729
Deuda Total	118.373	116.089	105.664	103.810	99.441
Deuda asimilable al Patrimonio	91.527				
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	118.373	116.089	105.664	103.810	99.441
Deuda Fuera de Balance					0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	118.373	116.089	105.664	103.810	99.441
Total Patrimonio	341.690	278.167	330.237	315.113	268.805
Total Capital Ajustado	460.063	394.256	435.901	418.923	368.046
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	110.120	77.813	163.531	62.956	51.270
Variación del Capital de Trabajo	(81.539)	(76.592)	(134.257)	(18.520)	(80.836)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	28.581	1.221	29.274	44.436	(29.565)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(21.188)	(40.257)	(37.377)	(43.081)	(22.269)
Dividendos	0	(9.764)	0	0	(1.288)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	7.393	(48.800)	(8.103)	1.355	(53.123)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	880	652	210	85	694
Otras Inversiones, Neto	890	(21)	7.875	(248)	0
Variación Neta de Deuda	4.996	15.095	25.869	(3.566)	43.068
Variación Neta del Capital	0	0	9.048	7.760	7.867
Otros (Inversion y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	14.159	(33.075)	34.899	5.386	(1.494)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	741.408	744.835	975.679	850.783	761.550
Variación de Ventas (%)	(0,5)	(23,7)	14,7	11,7	15,3
EBIT Operativo	68.719	47.315	69.888	50.625	32.250
Intereses Financieros Brutos	4.230	3.928	3.023	2.818	2.329
Alquileres		0	0	0	0
Resultado Neto	63.003	18.105	78.342	54.824	55.726

## 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 de la emisión

### Títulos CONAHORRO

Por resolución de Directorio de fecha 9 de diciembre de 2008, Conaprole resolvió emitir un programa de emisión de obligaciones negociables con oferta pública. Los principales términos y condiciones del programa se detallan a continuación:

**Condiciones de la Serie CONAHORRO II (12m) Diciembre 2017 por hasta US\$ 3 millones**

**Monto:** Hasta US\$ 3 millones.

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/12/17

**Derecho del Inversor:** El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta un tercio de la emisión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su Entidad Registrante, través de una instrucción firmada que recabará el agente Fiduciario, quien lo comunicará al Banco Central. Para esto dispondrá de un plazo comprendido entre el 19 de mayo de 2017 y el 16 de junio de 2017. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; o (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

**Amortización:** 100% del capital al 20/12/17 menos los que eventualmente amortizado el 20/06/2017

**Pago de interés:** 20/6/2017 y 20/12/17.

**Anexo IV. 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 17 de noviembre de 2016, asignó la Categoría **A1+(uy)** a los siguientes títulos a emitir por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**:

- Conahorro II (12m) Diciembre 2017 por hasta US\$ 3 MM

**Categoría A1(uy)**: Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de **FIX**, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo '+' a la categoría

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.

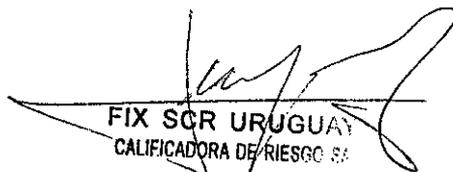
La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

**Fuentes**

- Balances generales al 31/07/16.
- Auditor externo del último balance anual: Price Waterhouse Coopers.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Información del mercado agropecuario y lácteo del Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (MGAP), Estadísticas Agropecuarias (DIEA) y de la Oficina de Programación y Política Agropecuaria (OPYPA).

**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)



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](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 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 factual 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 factual 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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 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 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 sólo, 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.