

PAMER S.A. (Pamer)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor A(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(en miles de \$)	NIIF 30/09/17 3 meses	NIIF 30/06/17 12 meses
Total Activos	1.191.144	1.134.044
Total Deuda Financiera	9.241	10.121
Ingresos	323.328	1.190.657
EBITDA	63.906	207.023
Margen EBITDA (%)	19.8	17.4
Deuda financiera/ EBITDA	0,04x	0.05x
EBITDA/ intereses	102.5x	105.5x

NIIF: Normas internacionales de información Financiera

Criterios

Manual de calificación registrado ante el Banco Central de Uruguay.

Analista Primario

Mirley Jové
 Analista
 +54 11 5235 8119
mirley.jove@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

Compañía de producción integrada: La integración productiva le permite a Pamer tener una posición de liderazgo en el segmento de embalaje junto con una estabilidad en los márgenes entorno al 16% y flujos que denotan su capacidad de mantener una estructura de costos eficiente. Pamer posee una planta productora de papel y otra de cartón, utiliza la casi totalidad del papel propio para la producción de planchas y cajas de cartón corrugado, dicho papel representa el 70-75% del total utilizado mientras que el resto se importa.

Concentración de producto y moderada concentración de clientes: Pamer comercializa cajas de cartón corrugado siendo sus primeros cuatro clientes importantes exportadores del mercado uruguayo que concentran el 21% de las ventas de la compañía. Las ventas en volumen son estables y se destinan en un 90% al mercado interno. Los precios locales son denominados en dólares y dependen del mercado regional. Fix espera que Pamer en el 2018 evidencie un crecimiento modesto y logre mantener sus volúmenes de venta a pesar de la limitada capacidad de fijar precios.

Generación de fondos positiva: Históricamente, Pamer ha demostrado una generación de Flujo de Caja Operativo (FCO) positivo; a junio'17 (12 meses) el mismo fue de US\$ 3.8 MM. El Flujo de Fondos Libres (FFL) suele ser positivo exceptuando situaciones puntuales de acumulación de papel importado. La compañía posee una planta productiva eficiente de cartón corrugado la cual requiere inversiones por mantenimiento que rondan los US\$ 1.5 MM – US\$ 2.0 MM anuales. La distribución de dividendos es del 36% del resultado neto. Fix espera que el Flujo de Fondos Libre (FFL) continúe siendo positivo y que el crecimiento provenga de la ampliación de su portafolio mediante la incorporación de productos de empaque.

Estructura de capital conservadora: Con un patrimonio neto que representa el 98.8% del capital total de la compañía y un ratio deuda / EBITDA de 0x, Pamer posee espacio suficiente para afrontar un ambiente sectorial más hostil. No se espera que el nivel de apalancamiento se incremente. No obstante, Fix espera que en el largo plazo Pamer realice inversiones que reduzcan la elevada posición de liquidez.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada a la baja ante un deterioro en los márgenes producto de una fuerte caída en la demanda o precios de venta o ante un debilitamiento en el poder de negociación de la compañía en la compra de fibra reciclada. Una suba de calificación podría ocurrir luego de cambios en la estructura de mercado que le permitan a la compañía aumentar su escala y destinos de venta.

Liquidez y estructura de capital

Robusta posición de liquidez: Pamer ha mantenido históricamente una robusta posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. A junio'17 (12 meses) la compañía tenía caja por US\$ 6 MM y una deuda financiera total por US\$ 355 mil. La liquidez cubre las deudas corrientes en 41x.

Perfil del negocio

Pamer S.A. (en adelante Pamer) es una empresa cuyos principales accionistas son uruguayos, líder en la fabricación de cartón corrugado de dicho país. La compañía destina el 90% de sus ventas al mercado interno a industrias principalmente exportadoras.

Proceso productivo

Pamer posee una planta industrial integrada de papel y cartón corrugado ubicada en Mercedes, departamento de Soriano. La totalidad del papel que produce es utilizado como materia prima para la elaboración de cartón. La compañía produce los papeles test liner y papeles onda a partir de recortes de fibra reciclada, representando el 70-75% aproximadamente del total del papel utilizado en la producción de cajas. El resto de los papeles, blancos y Kraft, son importados por la compañía. La utilización de la capacidad instalada de la fábrica de papel es del 100%.

La fábrica de corrugado convierte el papel en planchas de cartón y en cajas de cartón corrugado. Las cajas que se fabrican son de diversos modelos y dependen de las necesidades de los clientes. La utilización actual de la capacidad instalada es del 80%.

Estructura de costos

El costo de los bienes vendidos representa el 80% del total de costos de la compañía. Las materias primas y materiales corresponden principalmente a recortes que se utilizan para la elaboración del papel. El total de materias primas representa aproximadamente el 47% de los costos totales, los cuales se efectúan en dólares. El resto de los costos se encuentran denominados en pesos uruguayos destacándose los gastos del personal, gastos de producción y fletes.

Clientes

El 72% de las ventas están concentradas en aproximadamente 31 clientes pertenecientes principalmente a industrias exportadoras de Uruguay entre ellas frigoríficas, lácteas, citrícolas y alimenticias. Las ventas se realizan en su mayoría en dólares. Los plazos de venta oscilan en su mayoría entre 60 y 90 días. Con ciertas contrapartes se firman contratos a largo plazo (3 años) que incluyen penalidad por recesión y además se obtienen garantías reales o cesión de facturas para mitigar el riesgo de incobrabilidad.

Estrategia

En el mercado uruguayo Pamer se enfocará en mantener su posición de mercado. En este sentido, la compañía ha realizado inversiones productivas para mejorar la competitividad.

Adicionalmente, la compañía, se encuentra trabajando para ampliar el portafolio de productos.

En el último ejercicio Pamer retomó los negocios de exportación a Argentina, los cuales se encontraban afectados por medidas paraarancelarias que en menor medida aún persisten. Se espera que las exportaciones a este destino alcancen el 3% de las ventas totales de la compañía.

Riesgo del sector

El sector del papel y el embalaje se ve afectado por las cambiantes circunstancias mundiales debiéndose adaptar a los cambios demográficos, climáticos, de disponibilidad de recursos y avances tecnológicos.

La industria del papel es cíclica; los precios y las monedas locales son los principales impulsores de la rentabilidad y la volatilidad de los márgenes operativos de las compañías.

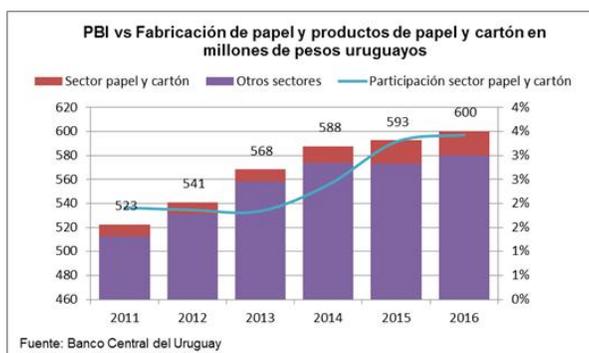
La demanda de pulpa de papel está creciendo rápidamente en los países en desarrollo impulsada por el e-Commerce (compras en línea). El reciclaje constituirá un factor importante en el sector del embalaje.

Las cajas y embalajes fabricados con papel y cartón cuentan con la ventaja de ser los únicos 100% biodegradables en plazos relativamente cortos y son fabricados a partir de materias primas renovables y reciclables. El cartón ondulado es un material biodegradable, que se degrada totalmente en un plazo máximo de 1 año.

En Uruguay el consumo de cartón corrugado es de 55 mil toneladas por año y el principal destino son industrias exportadoras, entre las que se destacan frigoríficas, cítricas, lácteas y pesqueras.

En el tercer trimestre del año 2017 el Producto Bruto Interno (PBI) de Uruguay creció 2,2% en términos interanuales. Hacia el cierre del ejercicio 2018 Fix espera que la tasa de crecimiento del PBI sea de 2.8%.

La Fabricación de papel y de productos de papel y cartón representaron aproximadamente el 3% del PBI entre 2014 y 2016, proporción que compara contra una participación promedio de 1.9 % entre 2011 y 2013. Fix espera que la participación del sector se mantenga estable en torno al 3% y acompañe el crecimiento del Producto Bruto Interno.



Posición competitiva

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

La compañía se encuentra retomando sus exportaciones a Argentina. En dicho mercado los principales competidores son dos. Debido a las elevadas barreras de entrada e impositivas la participación de Pamer en dicho mercado es baja.

La compañía sostiene su participación de mercado por su extensa trayectoria en la industria y compromisos con sus clientes.

Administración y calidad de los accionistas

Pamer es una sociedad anónima abierta con acciones al portador. Los principales accionistas son: Dr. Elbio Luis Strauch con una participación promedio de 21.8%, y Andrés Caló con una participación promedio de 12.38%.

Los balances son auditados bajo normas NIIF por contadores independientes.

Factores de riesgo

- Necesidades de materias primas.
- Volatilidad de precios internacionales.
- Concentración de producto.
- Exposición indirecta a mercado exportador.

- Ingreso de nuevos competidores al mercado.

Perfil Financiero

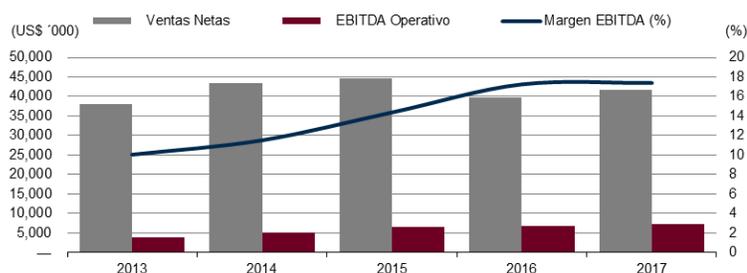
Rentabilidad

En los últimos años el margen de EBITDA de Pamer ha evidenciado una tendencia levemente creciente como consecuencia de mejoras en la estructura de costos, logrando obtener a junio'17 un margen del 17%.

Las ventas anuales a junio'17, mediadas en dólares crecieron un 5% como consecuencia de mayores volúmenes de ventas en toneladas. Hacia el comienzo del ejercicio 2016/2017 la compañía discontinuó la venta de papel tissue dejando atrás el mix de producto y comercializando solo cajas de cartón corrugado.

Para los siguientes ejercicios se estima que la cantidad de toneladas totales de venta acompañe el crecimiento del PBI y los márgenes se ubiquen en torno al 17 %.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa

Flujo de fondos

Históricamente Pamer ha demostrado una sólida generación interna de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de Pamer al último cierre anual (junio'17) fue positivo de US\$ 4.8 MM. Las necesidades de capital de trabajo no son elevadas y son estables. En el año 2016 la compañía redujo la rotación del inventario y retomó niveles históricos hacia el año 2017. Las inversiones son principalmente destinadas a reponer las maquinarias obsoletas y representan US\$ 1.5 MM – US\$ 2 MM por año. La distribución de dividendos de los últimos 3 ejercicios fue en promedio del 36 % de la utilidad neta. El Flujo de Fondos Libres (FFL) al último cierre anual resultó positivo de US\$ 1.3 MM.

Hacia el año 2018, se esperan inversiones productivas que totalicen los US\$ 2.8 MM, la tasa de distribución de dividendos se mantenga con respecto a los últimos años y Flujo de Fondos Libres (FFL) continúe siendo positivo.

US\$ '000	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Netas	37.992	43.521	44.750	39.647	41.634
EBITDA Operativo	3.822	5.017	6.434	6.838	7.239
Resultado Neto	2.298	3.561	3.666	3.739	5.046
Depreciaciones y amortizaciones	1.357	1.141	1.468	1.459	1.420
Otros Ajustes al Cash Flow	(18)	(1403)	1078	350	(1614)
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	3.538	3.299	6.212	5.548	4.851
Variación del Capital de Trabajo	(471)	(2.639)	(135)	10	(997)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	3.067	661	4.897	5.659	3.854
Inversiones de Capital	2.632	2.062	569	3.257	1.473
Dividendos	247	468	859	913	1.073
Flujo de Fondos Libre (FFL)	189	(1.869)	3.468	1.488	1.308
Inversiones de Capital / Ventas (%)	6,9	4,7	1,3	8,2	3,5
FFL Margen (%)	0,5	(4,3)	7,8	3,8	3,1
FGO / Intereses Financieros Brutos	16,9	5,1	30,8	70,9	71,7

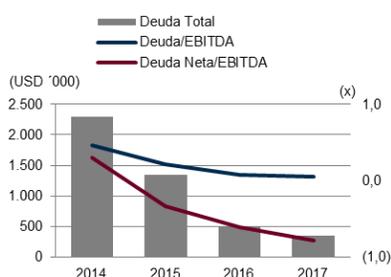
Liquidez y estructura de capital

Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero. Su deuda está compuesta por un préstamo bancario de banco Santander contraída en octubre 2012 por un total de US\$ 1 MM con una duración de 7 años y con una tasa de interés Libor 180 días + 3% con piso del 5% anual. En Garantía del préstamo la Sociedad otorgó al banco una hipoteca en primer grado sobre planta industrial de Mercedes. A septiembre'17 la deuda financiera total era de US\$ 319 mil.

Al último cierre anual (junio'17) el patrimonio neto representa el 98.8% del capital total de la compañía y el ratio de deuda medido con EBITDA a la misma fecha se ubicó en torno a 0.

Hacia adelante, se espera que Pamer incurra en endeudamiento adicional para financiar sus inversiones productivas por US\$ 1 MM.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa

Capitalización

'000 USD	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	147 0,5
Deuda de Largo Plazo	208 0,7
Otros	— —
Deuda Total Ajustada	355 1,2
Total Patrimonio	30.257 98,8
Total Capital Ajustado	30.612 100,0

Fuente: Información de la empresa

Fondeo y flexibilidad financiera

Pamer opera con una elevada liquidez a junio'17 (12 meses) la caja cubría 41x las deudas corrientes. La compañía se encuentra evaluando nuevos negocios en donde pueda invertir parte de la liquidez.

Liquidez - Pamer S.A.

(miles de pesos uruguayos; cifras consolidadas)	2017	2016	2015	2014	2013
EBITDA Operativo (LTM)	207.023	205.847	159.199	110.485	76.438
Caja e Inversiones Corrientes	172.193	142.455	94.510	18.472	29.683
Deuda Corto Plazo	4.194	4.547	23.004	37.887	6.248
Deuda Largo Plazo	5.927	10.777	13.427	14.675	16.125

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	49,4	45,3	6,9	2,9	12,2
LTM EBITDA + Caja e Inv. Corrientes / Deuda CP	90,4	76,6	11,0	3,4	17,0
Deuda Total / LTM EBITDA	0,0	0,1	0,2	0,5	0,3

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a septiembre'17 fueron calculados anualizando los valores del trimestre.

Resumen Financiero - Pamer S.A.

(miles de Pesos Uruguayos, año fiscal finalizado en junio)

	28,95	28,48	30,58	27,02	22,88
Tipo de cambio del periodo					
Tipo de cambio promedio	28,72	28,60	30,10	24,74	22,02
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	sep-17	2017	2016	2015	2014
Meses	3 meses				
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	63.906	207.023	205.847	159.199	110.485
EBITDAR Operativo	63.906	207.023	205.847	159.199	110.485
Margen de EBITDA	19,8	17,4	17,2	14,4	11,5
Margen de EBITDAR	19,8	17,4	17,2	14,4	11,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,2	16,1	20,7	23,7	14,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(5,4)	3,1	3,8	7,8	(4,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	24,3	17,3	15,6	16,4	18,9
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	75,9	71,7	70,9	30,8	15,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	102,5	105,5	86,1	30,8	21,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	102,5	105,5	86,1	30,8	21,5
EBITDA / Servicio de Deuda	37,9	33,6	29,7	5,7	2,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	37,9	33,6	29,7	5,7	2,6
FGO / Cargos Fijos	75,9	71,7	70,9	30,8	15,1
FFL / Servicio de Deuda	(9,9)	6,4	6,8	3,2	(0,8)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	13,5	34,4	27,3	6,6	(0,4)
FCO / Inversiones de Capital	0,6	2,6	1,7	8,6	0,3
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,04	0,05	0,1	0,2	0,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,4)	0,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,4)	0,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	25,8	15,4	9,2	11,6	13,7
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,4	0,3	0,6	0,7
Balance					
Total Activos	1.191.144	1.134.044	1.115.744	977.935	797.612
Caja e Inversiones Corrientes	158.433	172.193	142.455	94.510	18.472
Deuda Corto Plazo	4.256	4.194	4.547	23.004	37.887
Deuda Largo Plazo	4.985	5.927	10.777	13.427	14.675
Deuda Total	9.241	10.121	15.324	36.431	52.562
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	9.241	10.121	15.324	36.431	52.562
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	9.241	10.121	15.324	36.431	52.562
Total Patrimonio	926.241	861.743	804.843	634.458	470.822
Total Capital	935.482	871.864	820.166	670.889	523.384
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	46.715	138.738	167.024	153.704	72.660
Variación del Capital de Trabajo	(23.080)	(28.514)	3.320	(32.546)	(58.108)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	23.635	110.224	170.343	121.158	14.552
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(41.031)	(42.136)	(98.055)	(14.088)	(45.420)
Dividendos	0	(30.692)	(27.483)	(21.250)	(10.300)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(17.396)	37.395	44.806	85.820	(41.168)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	5.881	7.128	1.919	415
Otras Inversiones, Neto	1.680	3.954	3.394	3.485	3.114
Variación Neta de Deuda	(1.043)	(5.339)	(25.882)	(25.767)	24.906
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(16.760)	41.891	29.446	65.458	(12.733)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	323.328	1.190.657	1.193.521	1.107.270	958.450
Variación de Ventas (%)	-3,53%	-0,24%	7,79%	15,53%	26,14%
EBIT Operativo	53.603	166.425	161.924	122.866	85.366
Intereses Financieros Brutos	624	1.962	2.390	5.163	5.151
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	54.384	144.308	112.565	90.702	78.428

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 (calificación del emisor)

El capital contractual al 30/09/17 ascendía a \$ 224.640.000, representado por acciones al portador en circulación de un valor nominal de \$ 1 cada una. Los tenedores de acciones ordinarias tienen derecho a un voto por acción en la Asamblea de Accionistas de Pamer y derecho a recibir dividendos.

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

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 5 de febrero de 2018, asignó en la Categoría A(uy) la calificación institucional de Pamer S.A. La Perspectiva es estable.

Categoría A(uy): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

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

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

Criterios Relacionados

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

Fuentes

- Balances auditados al 30/09/17.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.

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 calificadora-, 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.