

Pamer S.A. (Pamer)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor A(uy)

Perspectiva

Calificaciones de Largo Plazo Estable

Resumen Financiero

Consolidado	30/06/2018	30/06/2017
(\$ miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	1.340.738	1.134.044
Deuda Financiera	38.101	10.121
Ingresos	1.220.418	1.190.657
EBITDA	181.285	207.023
EBITDA (%)	14,9	17,4
Deuda Total / EBITDA	0,2	0,0
Deuda Neta Total / EBITDA	-0,6	-0,8
EBITDA / Intereses	237,3	105,5

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Criterios relacionados

Manual de calificación registrado ante el Banco Central de Uruguay.

Analistas

Analista Principal:

Natalia Burcez
Analista
(+54 11) 5235 - 8133
natalia.burcez@fixscr.com

Analista Secundario:

Gabriela Curutchet
Director Asociado
(+54 11) 5235 - 8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector:

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

Factores Relevantes de la Calificación

Integración vertical favorece la estabilidad en márgenes: La producción de cartón corrugado utilizando el papel elaborado en la planta a partir de fibra reciclada (recortes), le permite a Pamer detentar una posición de liderazgo, mantener márgenes de rentabilidad estables en torno al 15% y obtener una ventaja competitiva respecto a sus competidores. Aun siendo líderes en el sector, la incapacidad de trasladar totalmente al precio final las fluctuaciones en el precio de la materia prima y la concentración en el mercado de Uruguay impactan en la generación de caja.

Concentración de producto y atomización de clientes: Las ventas son destinadas a empresas exportadoras del mercado local representantes de diversos sectores. La compañía presenta una atomización de clientes, donde los principales cuatro representan un tercio de las ventas totales y el resto está distribuido en 30 clientes que no representan individualmente más del 3% de las ventas. Los principales clientes son los principales exportadores del mercado uruguayo, entre ellos se encuentran Marfrig (calificada en 'BBB+(uy)' por FIX), Citricola Salteña S.A., Frigorífico San Jacinto y Conaprole (calificada 'AA-(uy)' por FIX).

Generación de caja positiva: Históricamente, Pamer ha demostrado una generación de Flujo de Caja Operativo (FCO) positivo; a junio 2018 el mismo fue de USD 5,8 millones. A pesar que para 2019 FIX espera un FFL levemente negativo después de inversiones por USD 3 millones y un pago de dividendos del 45% del resultado, hacia adelante el mismo podría esperarse que se revierta. En ausencia de eventos o nuevo plan de expansión, no se espera endeudamiento incremental.

Sensibilidad de la Calificación

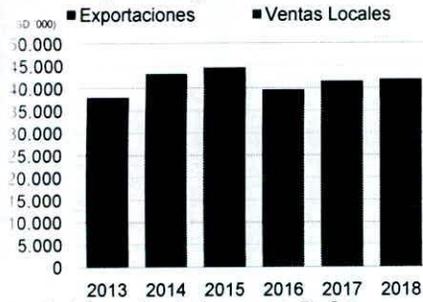
La calificación podría verse presionada a la baja ante un deterioro en los márgenes producto de una fuerte caída en la demanda o precios de venta o ante un debilitamiento en el poder de negociación de la compañía en la compra del principal insumo, la fibra reciclada. FIX espera que el nivel de apalancamiento no alcance niveles superiores a los esperados. No vislumbramos una suba de calificación en el mediano plazo.

Liquidez y Estructura de Capital

Estructura de capital conservadora: Con un patrimonio neto que representa el 96% del capital total de la compañía y una relación de deuda con EBITDA de 0.2x, Pamer posee espacio suficiente para afrontar un ambiente sectorial más hostil. Hacia adelante, FIX no espera que el nivel de apalancamiento se incremente. No obstante, estimamos que en el largo plazo Pamer realice inversiones que reduzcan la elevada posición de liquidez.

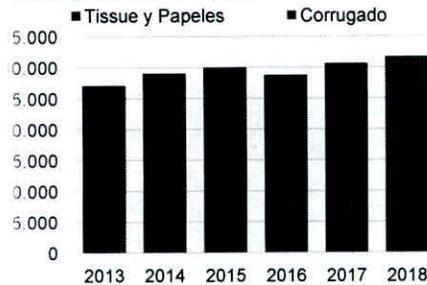
Robusta posición de liquidez: Pamer ha mantenido históricamente una robusta posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. A junio 2018 la compañía tenía una posición de caja y equivalentes de USD 4,7 millones que cubría 4x la deuda total que alcanzaba un total de USD 1,2 millones.

Ventas por Segmento



fuente: Información de la empresa, Fix Scr
a partir de junio 2017 discontinuó la venta de papel Tissue

Volumen de Ventas



fuente: Información de la empresa, Fix Scr
a partir de junio 2017 discontinuó la producción de papel Tissue

Perfil del Negocio

Pamer S.A. (en adelante Pamer) comenzó sus actividades en el año 1937 y es hoy en día la principal empresa de fabricación de cartón corrugado en Uruguay. Posee una fuerte focalización hacia el mercado interno, donde concentra el 90% de sus ventas a industrias principalmente exportadoras.

Proceso productivo

La compañía posee una planta industrial integrada en la localidad de Mercedes y la administración en Montevideo. En la planta se produce el papel a partir de fibra reciclada (recortes) que luego se utiliza para la producción de cartón corrugado.

El proceso productivo es integrado, se divide en la producción de papel y producción de cartón corrugado. La mayor parte del papel producido se utiliza para la producción de cajas.

Los papeles que Pamer utiliza para la producción de cartón corrugado son: papeles test liner, papeles onda, papeles blancos y papeles Kraft. Los dos primeros son producción de Pamer a partir de fibra reciclada y representan el 85% del total del papel utilizado para la producción de las cajas. El 15% restante de papeles son importados; Kraft de Brasil y blanco de Sudáfrica.

La compañía es la mayor consumidora de recortes. Actualmente la utilización de la capacidad instalada de la fábrica de papel es del 100%, esto se debe principalmente a las mejoras y modificaciones realizadas durante la parada de planta anual en diciembre 2017. Hacia adelante, Pamer, no tiene previstas inversiones que incrementen sustancialmente la producción en el próximo ejercicio.

La fábrica de corrugado convierte el papel en planchas de cartón. Las cajas que se fabrican son de diversos modelos y dependen de las necesidades de los clientes. La utilización actual de la capacidad instalada es de 80%. Durante el ejercicio 2017/2018 la compañía realizó una inversión de USD 1,4 millones para automatizar la salida de las convertidoras hasta la línea final de paletizado.

Clientes

El 71% de las ventas están atomizadas en más de 30 clientes pertenecientes principalmente a industrias exportadoras de Uruguay entre ellas frigoríficas, lácteas, citrícolas, pesqueras y alimenticias. Las ventas se realizan en su mayoría en dólares. Los plazos de venta oscilan entre 60 y 90 días. Con las principales contrapartes se firman contratos a largo plazo (3 años) que incluyen una penalidad por recesión. Adicionalmente, en las principales compañías de la industria cítrica se logró obtener cesión de facturas y garantía hipotecaria.

Grupo Marfrig (calificada en 'BBB+(uy)' por FIX), Citrícola Salteña S.A., Frigorífico San Jacinto y Conaprole (calificada 'AA-(uy)' por FIX) concentran el 29% del total de ventas.

Estructura de costos

El costo de los bienes vendidos representa el 79% del total de costos. Las materias primas y materiales son predominantes, e incluyen a los recortes que se utilizan para la elaboración del papel que representan aproximadamente el 48% de los costos totales y se efectúan principalmente en dólares. El resto de los costos se efectúan en pesos uruguayos y se destacan gastos del personal, gastos de producción y fletes.

Estrategia del management

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

Adicionalmente, la compañía, se encuentra trabajando para ampliar el portafolio de productos y ofrecer a los clientes no sólo cajas de cartón corrugado sino también productos de empaque.

Posición competitiva

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

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

Administración y calidad de los accionistas

Pamer S.A. es una compañía de capitales uruguayos. Los principales accionistas son: Dr. Elbio Luis Stauch 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.

Riesgos del sector

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

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

La demanda de pulpa de papel está creciendo rápidamente en los países en desarrollo. El reciclaje constituirá un factor importante en el sector del embalaje. Otro factor que desencadena la mayor demanda del papel radica en el aumento del uso del e-Commerce (compras en línea).

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

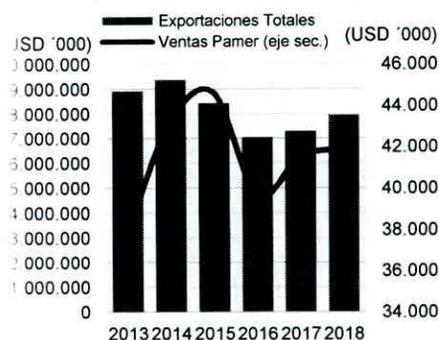
En Uruguay el consumo de cartón corrugado es de 55 mil toneladas por año y el principal destino son industrias exportadoras, entre las que se destacan frigoríficas, cítricas, lácteas y pesqueras.

La Fabricación de papel y de productos de papel y cartón representaron aproximadamente el 2% del PBI entre 2013 y 2017. FIX espera que la participación del sector se mantenga estable y acompañe el crecimiento del Producto Bruto Interno.

Factores de Riesgo

- Volatilidad de precios internacionales.
- Concentración de producto.
- Exposición al mercado exportador.
- Ingreso de nuevos competidores al mercado.

Relación Exportaciones - Ventas Pamer



Fuente: FIX SCR, por información del BCU

Perfil Financiero

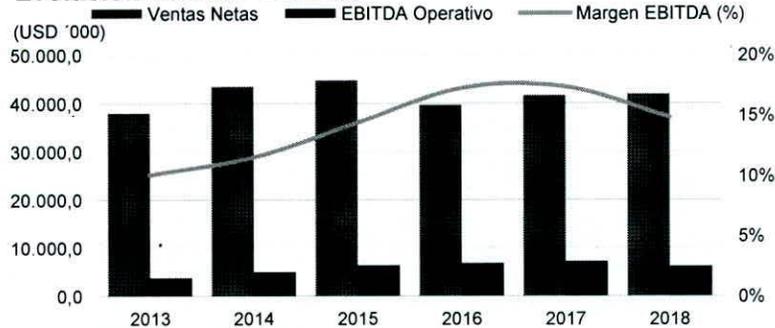
Rentabilidad

Durante el ejercicio 2018 la compañía detentó ventas por USD 42 millones, que representan un incremento del 4% en unidades respecto del ejercicio 2017. No obstante, Pamer exhibió una disminución interanual del 14% en el EBITDA que alcanzó los USD 6,2 millones que comparan contra los USD 7,2 millones de 2017. La caída se explica principalmente por una baja en los precios internacionales y por una menor absorción de los costos de ventas. El margen EBITDA a junio 2018 fue de 14,9%, levemente inferior a los márgenes exhibidos en los últimos tres años que fueron se ubicaron entre 14%-17%.

En el ejercicio 2017, Pamer discontinuó la venta de papel tissue dejando atrás el mix de producto y comercializando sólo cajas de cartón corrugado.

Hacia adelante, FIX espera que la cantidad de toneladas vendidas se mantenga relativamente estable y márgenes entre 15%-16%.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 2018) fue positivo de USD 5,8 millones. Las necesidades de capital de trabajo no son elevadas y son estables. Las inversiones son principalmente destinadas a reponer el parque de maquinarias actual en la medida que llegan al fin de su vida útil. No obstante durante el ejercicio 2018 las inversiones se incrementaron, alcanzando los USD 3,4 millones, producto de la construcción de un depósito, la automatización de la salida de convertidores y se realizaron mejoras en la máquina corrugadora. Esto junto con la distribución de dividendos de USD 2 millones (45% del resultado neto), a junio 2018 la compañía arrojó un Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo de USD 2,4 millones.

Hacia el año 2019, se esperan inversiones productivas que totalicen los USD 3 millones. Se espera que Pamer continúe distribuyendo dividendos en orden del 45% del resultado neto. FIX espera que el Flujo de Fondos Libres (FFL) sea levemente negativo, revirtiéndose en los próximos años.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero. La deuda total a junio 2018 era de USD 1.211 millones compuesta por dos préstamos bancarios, uno del banco Santander contraído en octubre 2012 por un total de USD 1 millón 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 Santander el primer gravamen hipotecario sobre la planta industrial de Mercedes.

El otro préstamo lo tomó en junio 2018 con el banco BBVA por USD 1 millón a 5 años con una tasa de 3,5%. Este último préstamo no posee garantía, no obstante la compañía debe mantener una cobertura de intereses por encima 1,2x.

Según información de gestión, a septiembre 2018 la deuda total de la compañía era de USD 1.125 millones.

Al último cierre anual (junio 2018) el patrimonio neto representaba el 96% del capital total de la compañía y el ratio de deuda medido con EBITDA a la misma fecha se ubicó fue en torno a 0.2x con holgadas coberturas de intereses.

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

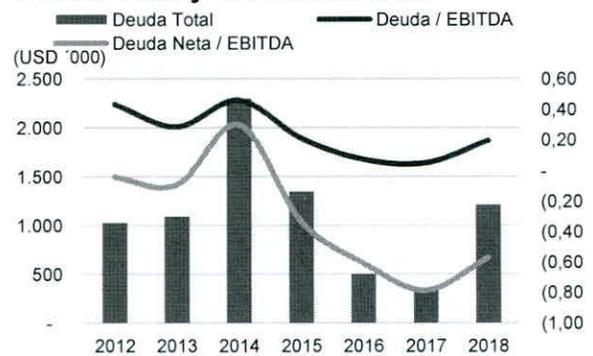
Capitalización

USD '000

Deuda de Corto Plazo	334	1%
Deuda de Largo Plazo	877	3%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	1.211	4%
Total Patrimonio	31.874	96%
Total Capital Ajustado	33.085	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Pamer opera con un nivel de caja alto, a junio 2018 (12 meses) la caja cubría 14x las deudas corrientes. La compañía se encuentra evaluando nuevos negocios en donde pueda invertir parte de la elevada liquidez.

Liquidez - Pamer S.A.

USD '000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA Operativo	2.376	3.822	5.017	6.434	6.838	7.239	6.225
Caja e Inversiones Corrientes	1.130	1.445	807	3.498	4.658	6.046	4.771
Deuda Corto Plazo	125	304	1.656	851	149	147	334
Deuda Largo Plazo	903	785	641	497	352	208	877

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	19,0	12,6	3,0	7,6	46,0	49,2	18,7
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	28,0	17,3	3,5	11,7	77,3	90,2	33,0
Deuda Total / LTM EBITDA	0,4	0,3	0,5	0,2	0,1	0,0	0,2

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Pamer detenta una buena flexibilidad financiera al contar con líneas disponibles en diversas entidades bancarias de primera línea por USD 5 millones. El bajo nivel de endeudamiento le permite a la compañía optar por el préstamo con mejores condiciones entre varias ofertas.

Anexo I - Resumen Financiero

Resumen Financiero - Pamer S.A.

(miles de UY, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio UY/USD al Final del Periodo

Tipo de Cambio Promedio

Periodo

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	2018	2017	2016	2015	2014
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	181.285	207.023	205.847	159.199	110.485
Margen de EBITDA	14,9	17,4	17,2	14,4	11,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	16,3	16,1	20,7	23,7	14,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(5,8)	3,1	3,8	7,8	(4,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	11,5	17,3	15,6	16,4	18,9
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	222,0	71,7	70,9	30,8	15,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	237,3	105,5	86,1	30,8	21,5
EBITDA / Servicio de Deuda	16,1	33,6	29,7	5,7	2,6
FGO / Cargos Fijos	222,0	71,7	70,9	30,8	15,1
FFL / Servicio de Deuda	(6,2)	6,4	6,8	3,2	(0,8)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	7,1	34,4	27,3	6,6	(0,4)
FCO / Inversiones de Capital	0,9	2,6	1,7	8,6	0,3
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,2	0,1	0,1	0,2	0,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,0	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	0,2	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 (%)	3,2	15,4	9,2	11,6	13,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	27,5	41,4	29,7	63,1	72,1
Balance					
Total Activos	1.340.738	1.134.044	1.115.744	977.935	797.612
Caja e Inversiones Corrientes	150.122	172.193	142.455	94.510	18.472
Deuda Corto Plazo	10.495	4.194	4.547	23.004	37.887
Deuda Largo Plazo	27.606	5.927	10.777	13.427	14.675
Deuda Total	38.101	10.121	15.324	36.431	52.562
Total Patrimonio	1.002.947	861.743	804.843	634.458	470.822
Total Capital Ajustado	1.041.048	871.864	820.166	670.889	523.384
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	168.826	138.738	167.024	153.704	72.660
Variación del Capital de Trabajo	(78.557)	(28.514)	3.320	(32.546)	(58.108)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	90.269	110.224	170.343	121.158	14.552
Inversiones de Capital	(100.667)	(42.136)	(98.055)	(14.088)	(45.420)
Dividendos	(60.154)	(30.692)	(27.483)	(21.250)	(10.300)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(70.553)	37.395	44.806	85.820	(41.168)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.708	5.881	7.128	1.919	415
Otras Inversiones, Neto	4.059	3.954	3.394	3.485	3.114
Variación Neta de Deuda	27.160	(5.339)	(25.882)	(25.767)	24.906
Variación de Caja	(36.626)	41.891	29.446	65.458	(12.733)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.220.418	1.190.657	1.193.521	1.107.270	958.450
Variación de Ventas (%)	2,5	(0,2)	7,8	15,5	26,1
EBIT Operativo	138.845	166.425	161.924	122.866	85.366
Intereses Financieros Brutos	764	1.962	2.390	5.163	5.151
Resultado Neto	107.532	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.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings)

Anexo IV - Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 29 de octubre de 2018, confirmó* en la Categoría **A(uy)** la calificación al emisor de Pamer S.A.

La **Perspectiva es Estable**.

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

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

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

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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

Criterios Relacionados

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

Fuente de información

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información de carácter privado:

- Información de gestión.

Y la siguiente información pública:

- Balance General Auditado (último 30.06.2018). Auditor KPMG.

[Firma]
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

[Firma]
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

[Firma]
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 S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (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 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 S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO 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.

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 la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR 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 de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR 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 independientes 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 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 S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR 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 afirmó 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 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 S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, 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 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 S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. 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 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 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.