

Tonosol S.A.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX – confirmó en BBB(uy) la calificación de Emisor de Largo Plazo de Tonosol S.A. (Tonosol) y en BBB+(uy) la calificación de las Obligaciones Negociables Serie I. La calificación toma en cuenta la reconversión del ex Hotel Sheraton Montevideo en un espacio de alquiler de oficinas, arrendando la totalidad del edificio a Master Mind S.R.L. (Grupo Sinergia), el cual le agrega un segmento de real estate a Tonosol. Dicho segmento le proporciona mayor estabilidad en la generación de flujos operativos, debido a la estructura de contratos de largo plazo, la experiencia del Grupo Sinergia en la actividad de alquiler de espacios de oficina y la menor exposición al riesgo de la actividad por arrendar el edificio entero. Por otro lado, el Hotel Aloft Montevideo continuó con la actividad hotelera con gerenciamiento de Marriott International manteniendo las condiciones anteriores a la compra.

ON Serie I garantizada: De acuerdo a la modificación en los términos y condiciones que hizo el nuevo accionista sobre la ON Serie I, las obligaciones de la compañía se encuentran garantizadas a través de una hipoteca inmobiliaria del Aloft Hotel y edificio donde funcionó el Sheraton, asimismo, por una cuenta de fideicomiso al que se ceden las cobranzas de las tarjetas de crédito Visa, MasterCard y American Express ante incumplimientos. Además de ciertos contratos de alquiler generados por Master Mind (en un principio en otras locaciones) también serán cedidos en favor del Fideicomiso. FIX considera que dichas garantías le otorgan a las ON Serie I un escalón adicional a la calificación de emisor de largo plazo de Tonosol. Según información provista por la compañía los contratos cedidos en garantía representaban a Diciembre 2021 el 100%, en línea con el ratio exigido.

Sólido posicionamiento de la marca hotelera y reactivación parcial de la actividad: La compañía actualmente posee una propiedad hotelera, el Aloft Montevideo, ubicada en la exclusiva zona de Punta Carretas, la cual es operada mediante el contrato de gerenciamiento con Marriott International (vigencia hasta 2032). A Diciembre 2021 el ingreso de este segmento (habitaciones, alimentos y bebidas, etc) representaba el 35% de los ingresos totales. Luego del período más crítico de Pandemia, en Ago'20 la compañía reactivó las actividades del hotel, motivo por el cual se observó durante el 2021 un incremento gradual en el nivel de ocupación, pasando del 21% en Ene'21 al 70% en Diciembre 2021, promediando el 52% durante el año. Para 2022 se esperan niveles de ocupación en torno al 50/60%. FIX continuará monitoreando el nivel de ocupación y tarifas. El fideicomiso de garantía a la fecha ha venido acumulando correctamente los fondos para el pago en tiempo y forma del servicio de deuda de la ON Serie I.

Sensibilidad de la calificación

FIX espera que la compañía opere un nivel de deuda a EBITDA en torno a 12x para 2022 y menor a 9x en los próximos años, con una cobertura de intereses mayor a 1.5x. Sin considerar la deuda con partes relacionadas por USD 6 millones (a plazo indeterminado), el mismo ratio para 2022 se ubicaría en 10.6x, descendiendo a valores en torno a 5/6x en los próximos años. La calificación del emisor podría bajar ante incrementos significativos en la vacancia y/o reducción de precios en alquileres y/o tarifas hoteleras que impacten en la generación en el mediano plazo. Asimismo, la calificación del instrumento podría bajar en caso de mantenerse una justa posición de los créditos cedidos en garantía, con ratio de cobertura cercano al mínimo. Una suba en la calificación podría ser contemplada una vez que la compañía logre consolidar todos sus segmentos de negocios y genere flujo de fondos libres de manera estable en el tiempo, al mismo tiempo que logre finalizar la construcción del Faro (inmueble donde operaba el Sheraton), actualmente con un grado de avance cercano al 40%, eliminando de esa manera el riesgo por construcción.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	BBB(uy)
ON Serie I de USD 20 millones ampliable hasta por USD 30 millones	BBB+(uy)

Perspectiva	Estable
--------------------	----------------

Resumen Financiero

Tonosol S.A.		
Consolidado	31/12/21	31/12/20
(USD miles)	12 meses	12 meses
Total Activos	42.656	42.867
Deuda Financiera	25.389	25.414
Ingresos	6.105	3.260
EBITDA	3.413	-2.411
EBITDA (%)	55.9	-73.9
Deuda Total / EBITDA	7.4	-10.5
Deuda Neta Total / EBITDA	5.6	-7.7
EBITDA/Intereses	2.6	-1.8

Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay. Disponible en www.bcu.gub.uy

Analistas



Analista Principal
Gustavo Avila
Director Senior
gustavo.avila@fixscr.com
+54 11 5235 8142



Analista Secundario
Cándido Pérez
Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
+54 11 5235 8119



Responsable del Sector
Cecilia Minguillon
Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
+54 11 5235 8123

Liquidez y Estructura de Capital

Adecuada posición de liquidez: La posición de caja e inversiones se ubicó en torno a USD 0.2 millones a Diciembre 2021. La compañía presenta servicios de deuda por su única deuda financiera, la ON Serie I por USD 1.9 millones durante 2022. FIX estima que el EBITDA durante 2022 se ubique en torno a USD 2 millones, que sumado a los créditos con Master Mind por USD 2.5 millones a Diciembre 2021, lo que hace que sea más que suficiente para cubrir dicho servicio.

Perfil del Negocio

Tonosol S.A. es propietaria de dos inmuebles en el predio del Punta Carretas Shopping Center. Uno de ellos (inmueble donde anteriormente se operaba el hotel Sheraton) es arrendado a la empresa Master Mind. S.A.S (sociedad perteneciente al mismo grupo económico) por un plazo por 5 años prorrogable automáticamente por dos períodos adicionales de igual cantidad de años, siendo la arrendataria la que tiene la opción de cancelar el contrato avisando con 60 días de anticipación antes del cierre de cada uno de los períodos. El destino del inmueble es de oficinas, flex office, Co-living, locales gastronómicos o espacios de apoyo a tales destinos, pudiendo la arrendataria subarrendar o ceder el uso de los mencionados espacios

En el otro inmueble opera el Aloft Hotel, ubicado también en Montevideo con categoría cuatro estrellas e inicio de operación en septiembre de 2017, y con gerenciamiento profesional tercerizado a cargo del Grupo Marriott. Por dicho servicio de gerenciamiento Tonosol paga una licencia mensual al Grupo Marriott en función de las ventas de habitaciones y los resultados operativos.

Operaciones

La compañía posee dos predios en la exclusiva zona de Punta Carretas, Montevideo, donde opera el hotel Aloft. El ex-Sheraton cuenta con un acceso exclusivo al shopping Punta Carretas (uno de los principales de la ciudad) y se encuentra ubicado a sólo 200 metros del Club de Golf. Por su parte, el Aloft se enfoca un público denominado "Select" con una categorización de 4 estrellas. Para 2020, los ingresos por habitaciones representaron el 76% de las ventas, mientras que el segmento de comestibles y bebidas aportó el 19% de los ingresos. El 5% restante provino mayoritariamente del segmento de Departamentos menores (3% de los ingresos) y de Otros (2% de los ingresos).

Alquiler de oficinas (65% de las ventas Dic 21):

En Diciembre 2020 se produjo la transferencia del 100% del paquete accionario de Tonosol al nuevo grupo económico (a White Elephant Properties), que resolvió el cese de las operaciones del hotel Sheraton Montevideo Hotel. A partir de entonces, Tonosol S.A. celebró un contrato de arrendamiento con Master Mind S.A.S (sociedad perteneciente al mismo Grupo económico), mediante el cual Tonosol da en arriendo el inmueble donde anteriormente se operaba el hotel Sheraton. El plazo de dicho acuerdo es por 5 años prorrogable automáticamente por dos períodos adicionales de igual cantidad de años, siendo la arrendataria la que tiene la opción de cancelar el contrato avisando con 60 días de anticipación antes del cierre de cada uno de los períodos de 5 años. Según surge de dicho contrato, el destino del inmueble es de oficinas, flex office, Co-living, locales gastronómicos o espacios de apoyo a tales destinos, pudiendo la arrendataria subarrendar o ceder el uso de los mencionados espacios. Este nuevo segmento de operaciones agrega a Tonosol mayor estabilidad a los flujos de la compañía.

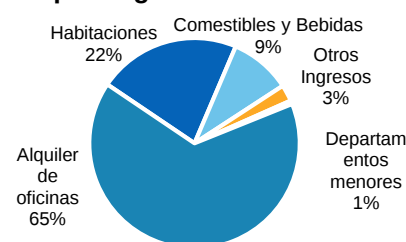
El contrato de arrendamiento prevé un precio de USD 295.000 mensual, con un descuento del 30% sólo durante 2022, el cual será actualizado en un 3% durante los siguientes años durante su vigencia. En virtud de lo anterior, el precio durante 2023 será de USD 303.850. A los efectos contables la compañía prorrateó el descuento durante la vida del contrato.

Asimismo, según se establece en el citado contrato, las reformas y mejoras que se efectúen sobre las instalaciones del mismo son a cargo de la arrendataria (Master Mind), no siendo obligación de Tonosol, salvo por el arreglo de los deterioros que provengan del transcurso del tiempo, del uso normal, fuerza mayor o defectos en la calidad del inmueble. Por lo anterior, la compañía no prevé desembolsos significativos por inversiones de capital sobre ese inmueble.

Directorio de Tonosol S.A.	Cargo
Mateo Vilar del Valle	Director
Ignacio, Motta	Director
Emiliano Narvajas	Director

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Ventas por segmento 2021



Elaboración: Información de la empresa, Fix

Hotel Aloft (35% de las ventas Dic 21):

Aloft Montevideo: Inaugurado en septiembre de 2017, con instalaciones más modernas se enfoca en un público denominado "Select" con una categorización de 4 estrellas. El hotel cuenta con 108 habitaciones, 4 salones para eventos con un área total de 329 m², 3 salas para reuniones informales, restaurante, sauna, pileta techada y un novedoso espacio de co-working.

La principal fuente de ingresos de la compañía proviene del cobro por estadía en habitaciones. La cual presenta una estacionalidad marcada con una temporada alta desde mediados de septiembre a mediados de diciembre y temporadas bajas desde junio hasta mediados de agosto y la segunda quincena de diciembre. La empresa se beneficia del programa de fidelización del Grupo Marriott International "BONVOY" el cual cuenta con una base de asociados de más de 125 millones de clientes a nivel mundial y más de 6.900 propiedades en 130 países, lo que les proporciona a los hoteles un porcentaje de ocupación general del 25%. Asimismo, a partir de la salida del exSheraton, el hotel Aloft pasó a ser el único asociado al Grupo Marriott, lo que trasladó parte de la afluencia previa del Sheraton a este hotel, llevando un nivel de ocupación del 25% durante 2022 desde el 12% en 2019. Los tres segmentos de clientes son:

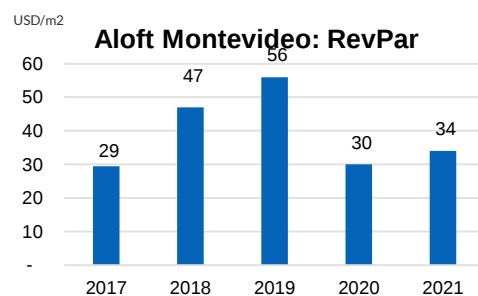
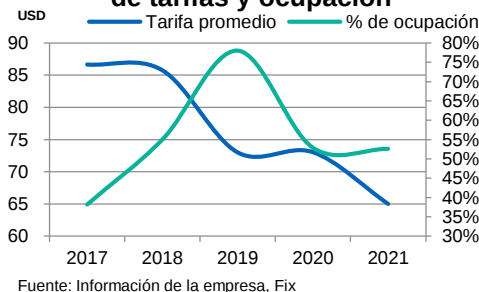
- **Segmento Individual (66% de la ocupación promedio):** Con foco tanto en el perfil de estadías por negocios, como, por placer de los principales mercados regionales; Argentina, Brasil y Chile. Las tarifas están más relacionadas con la demanda y dependen de la estacionalidad y los precios de la competencia. Los dos sub-segmentos son:
- **Retail:** Toda venta de habitaciones que se genera a través de canales públicos y online como: Booking.com, Expedia.com, Marriott.com, etc.
- **Special Corporate:** Toda venta de habitaciones a segmento corporativo/empresarial, con tarifas previamente negociadas en proceso de licitación, en base al volumen potencial de producción.
- **Segmento Grupos (21% de la ocupación promedio):** Está dirigido principalmente a un público que va a Montevideo a realizar congresos y convenciones, eventos en los salones del hotel, asistir a recitales, delegaciones gubernamentales, delegaciones deportivas, efectuar viajes en cruceros con origen en el puerto de Montevideo, entre otros. El segmento de grupos consiste en todo negocio que implique más de 10 habitaciones por noche y/o que vengan a la ciudad con el mismo objetivo. En este caso las tarifas cuentan con un mayor grado de flexibilidad, ya que este segmento está asociado a mayor consumo de comestibles y bebidas.
- **Segmento Tripulaciones (11% de la ocupación promedio):** Es el segmento más estable y depende de relaciones de más largo plazo con las principales aerolíneas que operan al aeropuerto que sirve a la ciudad de Montevideo. Actualmente se alojan dos de las más importantes aerolíneas que conectan destinos con Uruguay.

Hacia 2021, el RevPar (revenue per available room) de Tonosol se ubicó en USD 34, retrocediendo a niveles cercanos a 2017 y muy por debajo de los 56 obtenidos durante 2019, pero mostrando una leve recuperación respecto de 2020. Pero una vez más se comprueba el buen manejo de la gerencia al superar en un 42% (para los últimos 12 meses) el RevPar alcanzado por la competencia, mostrando una buena inserción en el mercado Select y siendo eficiente al mismo tiempo.

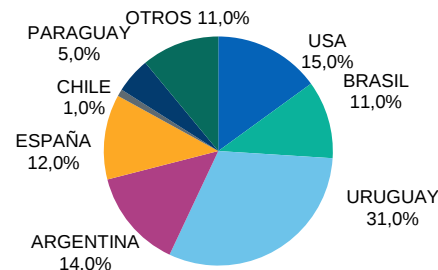
En cuanto a la procedencia de los clientes, la compañía tiene históricamente una alta exposición a los turistas Argentinos y Brasileños (aunque 2021 representó un caudal por la mitad de lo normal, 14% y 11% del total, respectivamente), países con economías más volátiles, lo que es parcialmente mitigado con temporadistas provenientes de Estados Unidos (15% del total) y España (12% del total) y complementado con el turismo interno uruguayo (31% en 2021).

La empresa dispone en el hotel de un bar, un restaurante y salones para eventos que le permiten desarrollar servicios de venta de alimentos y bebidas y de servicios para eventos corporativos, de convenciones y sociales.

Aloft Montevideo: Evolución de tarifas y ocupación



Procedencia cliente 2021



Estructura de costos:

Los costos se encuentran mayormente denominados en pesos y representan en total el 67% de las ventas a Diciembre 2021, siendo las retribuciones al personal el de mayor relevancia representando el 15% de los ingresos. Otro gasto importante en el que incurre la compañía es el pago del fee anual por el uso de la licencia al grupo Marriott International que representa el 2% de las ventas. Los costos de la compañía se vieron reducidos en un 63% respecto de 2019 debido al cambio de estructura producido por el cambio de estrategia en relación con el ex Sheraton. La nómina de empleados se redujo un 75% al mismo tiempo que los costos variables asociados al mantenimiento, licencias, publicidad, etc.

Debido a que los ingresos se encuentran denominados en dólares y los costos salariales mayormente en pesos, la compañía podría ver reducidos sus márgenes operativos en los períodos donde la inflación supera la variación del tipo de cambio.

Administración y Calidad de los accionistas

El Directorio de White Elephant Properties Ltd. tiene experiencia en el manejo, reconfiguración y explotación comercial de espacios en Montevideo. Asimismo, la empresa tiene un acuerdo con el Grupo Sinergia para alquilar la totalidad del inmueble en el que funcionaba el Hotel Sheraton, que está siendo transformado en flex office y serán alquiladas a terceros.

Por otra parte, los balances son auditados por Deloitte S.C. y utilizan Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF").

Posición competitiva

El Aloft Hotel, propiedad de Tonosol, cuenta con una sólida posición competitiva en los segmentos Select de la capital uruguaya, apuntalado por el reconocimiento de la cadena Marriott. Aunque el sector hotelero cuenta con casi nulas barreras de entrada, el mercado se ha ido acomodando a la nueva escala y hasta algunos "condo-hotel" han empezado a cerrar sus puertas por la sobre-oferta en la plaza. Dicho hotel se beneficia del programa de fidelización del Grupo Marriott International "BONVOY" el cual cuenta con una base de asociados de más de 120 millones de clientes a nivel mundial, lo que les proporciona un porcentaje de ocupación potencial del 25% a nivel cadena.

Por el lado del segmento de bienes raíces, el Grupo Sinergia cuenta con una amplia gama de servicios que van desde los contenidos educacionales hasta los negocios de Flex office y Co living. Fundada desde 2013, el modelo llevado a cabo por Sinergia ofrece soluciones flexibles frente a un panorama general de empresas que se achican y este tipo de modelos de oficinas ofrecen flexibilidades contractuales.

Estrategia del management

La estrategia de la compañía se encuentra alineada a la del Grupo Sinergia y tiene como eje la transformación del ex Hotel Sheraton, lo cual implicaría una inversión que ronda en torno a USD 14 MM para realizar modificaciones estructurales y no tendría repercusiones sobre el apalancamiento de Tonosol; de acuerdo al contrato de arrendamiento firmado con Master Mind S.R.L., que a la fecha se encuentran con demoras de 6 meses respecto a los tiempos previstos debido al contexto de Pandemia y consecuente aprobación de permisos para el inicio de la obra. El avance a Febrero 2022 era del 30% con una inversión de USD 4 millones.

FIX espera que las inversiones de capital que realice la compañía estarán enmarcadas en el plan Capten del contrato con el Grupo Marriott y que se ubicaran en torno al 5-9% de los ingresos brutos para el mantenimiento de los estándares requeridos por la cadena para el Aloft Hotel. Respecto del edificio alquilado a Master Mind S.R.L., según el contrato vigente, las reformas y mejoras que se efectúen sobre las instalaciones del mismo son a cargo de esa compañía, no siendo obligación de Tonosol, salvo por el arreglo de los deterioros que provengan del transcurso del tiempo, del uso normal, fuerza mayor o defectos en la calidad del inmueble. Por lo anterior, la compañía no prevé desembolsos significativos por inversiones de capital sobre ese inmueble.

Tonosol cuenta como contraparte en el contrato de gerenciamiento a Marriott International que es un operador, franquiciador y licenciante mundial de propiedades hoteleras, residenciales y de tiempo compartido presente en más de 130 países y territorios, con al

menos 30 marcas. Bajo el modelo de negocio “asset-light”, generalmente administra o franquicia hoteles, en lugar de poseerlos; siendo el único beneficiario de esa relación en Montevideo, ya que Marriott International no dispone de otros vínculos en esa ciudad.

Riesgo del Sector

En general la industria hotelera tiene un perfil de riesgo superior al promedio, debido a la naturaleza discrecional de la demanda en gran medida condicionada por el entorno macroeconómico, lo que ha contribuido a una marcada ciclicidad del sector. Los viajes por negocios y placer son las dos fuentes principales de la demanda hotelera. El primero está fuertemente influenciado por las ganancias corporativas y el segundo por el crecimiento del empleo y el ingreso disponible. De igual forma, la actividad es propensa a la construcción excesiva en mercados en auge durante el ciclo. Por lo que resulta esencial para los hoteles contar con un buen posicionamiento en el mercado y diversidad dentro de las categorías desde los hoteles lujos hasta lo más básicos, ya que influyen en gran medida en atenuar la volatilidad del margen operativo, sobre todo de los hoteles más lujosos que históricamente experimentan los mayores cambios tanto hacia arriba como para abajo.

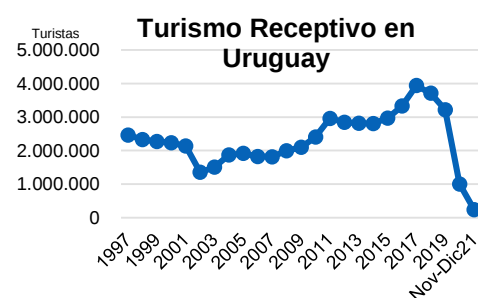
Los cambios en el valor de la moneda nacional con respecto a las divisas también pueden afectar el volumen de visitas en un mercado determinado, tanto de manera positiva como negativa. La depreciación de la moneda del mercado local puede llevar a una demanda adicional del sector hotelero a medida que más visitantes internacionales aprovechan las tarifas de hospedaje relativamente más económicas y los viajeros nacionales reducen sus viajes al extranjero debido al mayor costo en la moneda local para realizar gastos en el exterior. Mientras que una apreciación de la moneda de un país puede tener el efecto contrario.

En caso específico la recepción turística en Uruguay durante 2020, el mismo se ha visto fuertemente afectado por los efectos de la Pandemia. Sin embargo, esta actividad ya venía en retroceso desde 2019 con una caída del 13.2% en la cantidad de personas que ingresaron a Uruguay. Solo hay datos de la evolución del turismo hasta el primer trimestre de 2020, debido a que el Ministerio de Turismo de Uruguay se vio obligado a suspender la recopilación de datos de los pasos fronterizos y nuevamente a partir de Noviembre 2021 hasta Diciembre de ese año.

A mediados de Agosto 2020 la compañía reactivó las actividades del Hotel Aloft Montevideo, siguiendo las medidas sanitarias emitidas por el Ministerio de Turismo establecidas bajo el “protocolo nacional para la reactivación de la actividad turística de hotelería y gastronomía”. Durante ese año la ocupación del hotel promedió un 26% y la tarifa de USD/m² 73, mostrando una marcada recuperación durante 2021 llevando la ocupación a promedios de 52% con una tarifa de USD/m² 65, aunque aún lejos de los valores pre Pandemia, exhibiendo durante 2019 ocupación del 77% y tarifa de USD/m² 73 promedio.

En Montevideo, el crecimiento del volumen de turistas durante los últimos años previos a la Pandemia fue acompañado de un crecimiento exacerbado de la oferta hotelera, apuntalado, entre otras cosas, por cuestiones impositivas ya que mediante la aplicación de la ley de inversiones y el decreto 455/007 los proyectos de inversión referidos a hoteles y complejos turísticos que sean clasificadas como Inversiones de gran significación económica (por montos iguales o superiores a U.I. 7.000.000.000 (siete mil millones de unidades indexadas), se les otorgará una exoneración del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas de hasta el 100% del monto efectivamente invertido por un período máximo de 25 años. Adicionalmente y con el objetivo de aprovechar los mencionados beneficios fiscales, se observó una aceleración del modelo de negocio conocido como “condo hotel” donde el inversor es propietario de la unidad y la misma es administrada por una cadena o compañía hotelera a cambio de una renta. La rentabilidad mensual del hotel, fruto de la ocupación y tarifa promedio, se distribuye en forma proporcional entre todos los propietarios que aportan sus unidades, sin importar la ocupación individual de cada habitación. Esta modalidad también permite reconvertir los inmuebles a uso habitacional una vez se venza el contrato o si el mismo no se renueva.

Para 2022 se espera un crecimiento del PBI de Uruguay de 3.8%, para 2023 de 2.9% y para 2024 de 2.8%. Para Latinoamérica en general se espera también un crecimiento para los próximos dos años por encima del 2%. Se espera que acompañe una moderada devaluación del



Fuente: Ministerio de Turismo, FIX SCR

tipo de cambio en Uruguay con expectativas de 49 \$/USD a Diciembre de 2024 desde \$/USD 40 en la actualidad. De confirmarse la tendencia podría resultar beneficioso para el turismo en Uruguay provocando mayor afluencia de turistas, aunque no significativa, al margen de los efectos que puedan generarse producto la incertidumbre en contexto de Covid.

Con 340.600 metros cuadrados de oficinas corporativas, el inventario de la ciudad de Montevideo se encuentra entre los más pequeños de la región en términos de volumen de oferta. Se trata, por ende, de un mercado aún incipiente, pero que ha comenzado a dar muestras en el último tiempo de un crecimiento relevante, motorizado principalmente por la irrupción de nuevos desarrolladores que han sofisticado el mercado al aportar productos de mayor calidad, mucho mejor adaptados a las necesidades de las compañías multinacionales. El inventario mencionado se distribuye en 49 inmuebles. La superficie promedio de estos edificios se ubica en 7.000 metros cuadrados. Un 36 % de ellos se localizan en el submercado Punta Carretas – Pocitos Nuevo y un 33 % en el submercado Centro. Durante 2021, se verificó que la oferta en Montevideo se incrementó en 23.600 metros cuadrados, lo cual representa un crecimiento del 7 % de su inventario.

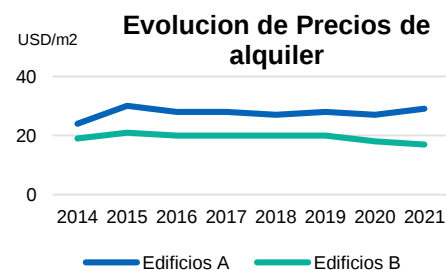
En los próximos años se espera la incorporación de 26.650 metros cuadrados. Punta Carretas & Pocitos Nuevo se ubica al este del centro histórico de Montevideo, en una de las áreas más cotizadas de la ciudad. Este submercado concentra la mayor cantidad de espacio de oficinas Clase A en Uruguay, con el gran protagonismo de las cinco torres del complejo World Trade Center Montevideo. Con respecto a la distribución del stock de acuerdo con las categorías de los inmuebles, se verifica que el 70 % de la superficie del inventario se encuentra en edificios de la categoría A.

Durante el segundo semestre de 2021, se registró una tasa de vacancia de 9,7 %, valor que representa un crecimiento del 27,6 % si se lo compara con idéntico período de un año antes. El comportamiento de 2020 se explica probablemente por la buena performance del país en su control de la situación sanitaria, lo cual redundó en que los efectos de la pandemia fueran menores que en la mayoría de los países vecinos. Por esta razón, en el primer semestre de ese año, la disponibilidad, que ya venía bajando desde el segundo semestre de 2019, se mantuvo estable. Sin embargo, para el segundo semestre y al comenzar 2021, con una situación que comenzó a complicarse no solo por las particularidades de Uruguay sino además porque la pandemia aún no daba señales de finalización, la cantidad de empresas demandando espacios se redujo y por ende la vacancia en los inmuebles relevados comenzó una tendencia al alza.

En los últimos cinco años, el mercado de oficinas de Montevideo registró un promedio de 7.500 metros cuadrados de absorción por año. En estos años, una proporción relevante de estos metros absorbidos respondió principalmente al proceso denominado “fly to quality”, es decir, empresas que aprovecharon el crecimiento de la oferta y por ende la sofisticación del stock para relocalizar sus instalaciones en inmuebles que le otorgaron mejores condiciones técnicas. A futuro, un conjunto de factores permite considerar que la demanda continuará en términos positivos. En primer lugar, de acuerdo con proyecciones del sector, las empresas tecnológicas requerirán en los próximos años sumar 15.000 metros cuadrados de oficinas, producto del crecimiento de la actividad de sus empresas. Esto repercutirá directamente en el mercado de oficinas, en tanto ampliará la demanda por los espacios más sofisticados de su oferta. Asimismo, se estima que en los próximos años continuará creciendo el número de nuevas empresas operando en el país, como consecuencia de las condiciones favorables de la economía en comparación con otros países de la región.

El valor de alquiler promedio por metro cuadrado fue de USD 24,2 por mes. Los inmuebles de la categoría A presentaron un promedio de USD 29,1 por metro cuadrado, mientras que los espacios de la categoría B registraron un promedio de USD 17,0 por metro cuadrado.

Algo para destacar es el notable incremento del fenómeno conocido como “flex-office” en Uruguay, con la concreción de la venta del Hotel Sheraton y su conversión, siguiendo patrones similares a las de los demás países de Latinoamérica. FIX espera que se incremente el aumento de la oferta de espacios de “flex-office”, dada la alta predilección de estos espacios de trabajo por las empresas de software, las cuales se han incrementado por las facilidades de las zonas francas, y las agencias de turismo y publicidad; permitiendo una convergencia en términos de precios con respecto a Buenos Aires y Santiago de Chile, entre otros.



Factores de Riesgo

- Debido a los efectos ocasionados por la Pandemia a nivel mundial, FIX espera que la actividad turística sea una de las más afectadas y cuya reactivación sea más lenta, ya que cualquier resurgimiento de brotes a nivel global podrían generar nuevas restricciones a viajes tanto a nivel internacional como doméstico, caída de la actividad a nivel mundial y el consecuente incremento en el desempleo e ingreso disponible.
- **Mercado hotelero en caída desde 2017:** Lo que ha afectado a los niveles de ocupación y por ende en las tarifas. La evolución de oferta y demanda tendrán impacto variable en el corto y mediano plazo sobre los precios y ocupación.
- **Riesgo de demanda.** Sensibilidad a la actividad económica tanto local, como la de los países de donde provienen sus principales clientes Argentina y Brasil.
- **Fluctuación del tipo de cambio.** En los periodos que el peso uruguayo se fortalezca (aprecie) más que sus pares regionales los servicios y en este caso específico, el turístico se hace relativamente más costoso para los visitantes, por lo que podrían elegir otros destinos y caer la demanda.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En 2021, a partir del alquiler del exSheraton a Master Mind, la compañía genera flujos de fondos más estables a partir alquiler mensual en dólares de ese inmueble, operando únicamente el hotel Aloft.

FIX estima que hacia adelante la empresa presente márgenes de rentabilidad estables cercanos al 50%. Además, el crecimiento en el margen de EBITDA estimado se encuentra explicado por una mayor ocupación en el Aloft Hotel que prevemos que promedie en los próximos años el 60-70%.

Flujo de Fondos

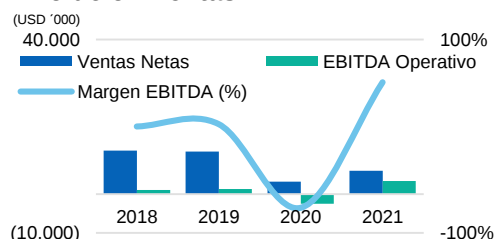
Tonosol detenta una fuerte generación Flujo Generado por las Operaciones (FGO), habiendo generado un FGO de USD 2.3 millones en 2021, confirmando la recuperación mostrada en 2020 en ese sentido, luego de la fuerte reducción de costos lograda a partir de ese año; estimamos que esta tendencia continúe en los próximos años. Por el contrario, durante los últimos años la compañía obtuvo un Flujo de Fondos Libre (FFL) altamente negativo producto de la inversión en la construcción del Hotel Aloft Montevideo y en el mantenimiento del exSheraton. FIX espera que a partir del 2022 el FFL se torne positivo, al volver a recuperar rentabilidad en la operatoria de la compañía y la estabilidad en los ingresos a partir del alquiler del exSheraton, junto con la reducción en el nivel de inversiones de capital, siendo que las mejoras a ese inmueble estarán a cargo de la arrendataria. A la misma fecha, las necesidades de financiar capital de trabajo fueron de USD 2.9 millones, debido principalmente a la deuda intercompany con Master Mind de USD 2.5 millones, la que se irá cobrando durante el transcurso de 2022. Luego de no haber realizado inversiones de capital en 2021 y tampoco haber repartido dividendos, obtuvo un Flujo de Fondos Libres negativo de USD 0.6 millones.

Liquidez y Estructura de capital

A Diciembre 2021 Tonosol registraba deuda financiera por USD 25.4 MM (incluye deuda con partes relacionadas por USD 6 millones a plazo indeterminado), de la cual un 3% era corriente y un 100% del total denominado en dólares, con ratio de deuda a EBITDA de 7.4x y cobertura de intereses de 2.6x. FIX estima que en 2022 el ratio de deuda EBITDA se posicione en 12.4x, debido a la reducción del EBITDA producto del descuento al alquiler del inmueble acordado para ese año del 30%. Sin considerar la deuda a plazo indeterminado con partes relacionadas por USD 6 millones, el mismo ratio para 2022 se ubicaría en 10.6x. A partir de 2023, finalizado el período de descuento sobre el alquiler, la compañía recuperará el valor del EBITDA manteniendo su perfil de endeudamiento con un ratio de deuda EBITDA en torno a 7/8x y coberturas de interés por encima de 2.0x, explicado asimismo por la gradual amortización de deuda de 3% para 2022 y aumentando hasta el 10% en 2028 y manteniéndose en ese valor hasta su cancelación final.

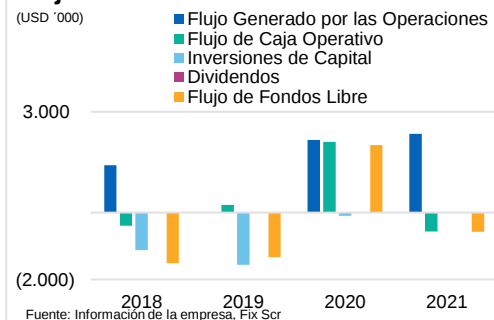
A pesar del incremento en el nivel de endeudamiento que ha tenido la empresa desde 2016,

Evolución Ventas - EBITDA



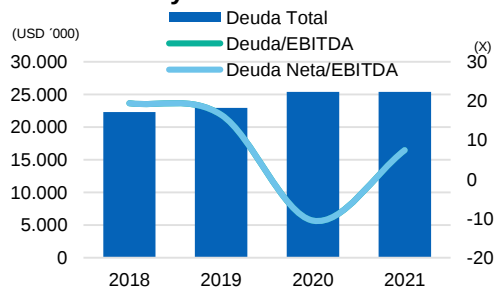
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



* Los ratios Deuda/EBITDA y Deuda Neta/EBITDA son idénticos por el bajo nivel de caja a Dic 21.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

para financiar la construcción del hotel Aloft Montevideo, la estructura de capital de la empresa se viene convirtiendo en ajustada con un patrimonio total que representa el 31% de total del capital ajustado.

Adicionalmente, FIX considera como deuda fuera de balance a los pagos realizados por los nuevos accionistas de la sociedad, la cual no tiene fecha de vencimiento ni tasa de interés pactada. A Diciembre 2021 Tonosol posee deuda con accionistas por USD 5.9 millones, las que no tienen fecha de vencimiento ni tasa de interés pactada, incluidas bajo el concepto "Otros" en el cuadro de arriba.

A Diciembre 2021, la deuda financiera de corto plazo de Tonosol era de USD 0.7 millones, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes era de USD 0.2 millones, cubriendo el 31% de la misma. Tomando en cuenta el EBITDA, la cobertura ascendía a 5.2x.

FIX estima que el EBITDA durante los próximos 3 años se ubique por encima de los USD 2 millones, más que suficiente para cubrir los servicios de deuda de esos períodos

Liquidez - Tonosol S.A.

USD '000	2018	2019	2020	2021
EBITDA Operativo	1.150	1.395	(2.411)	3.413
Caja e Inversiones Corrientes	628	1.123	1.373	201
Deuda Corto Plazo	2.155	55	654	653
Deuda Largo Plazo	20.178	22.912	24.760	24.736
Indicadores Crediticios				
EBITDA / Deuda CP	0,5	25,4	(3,7)	5,2
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,8	45,9	(1,6)	5,5
Deuda Total / EBITDA	19,4	16,5	(10,5)	7,4

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

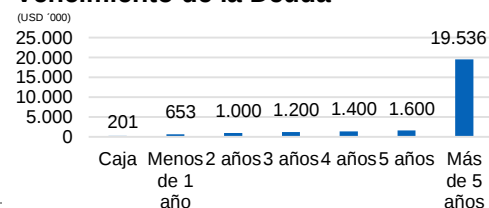
Fondeo y flexibilidad financiera

La flexibilidad financiera de la compañía es acotada y depende principalmente del soporte del Grupo Sinergia ya que Tonosol actualmente no posee líneas bancarias disponibles.

Capitalización		
USD '000		
Deuda de Corto Plazo	653	2%
Deuda de Largo Plazo	18.800	51%
Otros	5.936	16%
Deuda Total Ajustada	25.389	69%
Total Patrimonio	11.266	31%
Total Capital Ajustado	36.655	100%

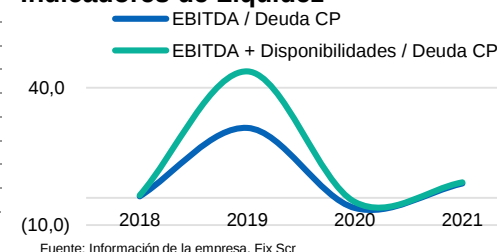
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Tonosol S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2021	2020	2019	2018
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	3.413	(2.411)	1.395	1.150
Margen de EBITDA	55,9	(73,9)	12,6	10,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,9	9,5	3,5	6,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(9,4)	61,6	(12,0)	(13,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	2,1	(51,1)	(0,4)	(0,8)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,8	2,7	1,0	2,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,6	(1,8)	1,0	1,0
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	(1,2)	0,9	0,3
FGO / Cargos Fijos	2,8	2,7	1,0	2,2
FFL / Servicio de Deuda	0,4	1,7	0,1	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	2,4	0,8	0,1
FCO / Inversiones de Capital	(62,8)	21,4	0,1	(0,4)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	7,0	7,3	16,0	8,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,4	(10,5)	16,5	19,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,6	(7,7)	13,6	15,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,6	6,5	0,4	0,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	3,4	3,3	0,3	11,9

Balance

Total Activos	42.656	42.867	45.495	46.040
Caja e Inversiones Corrientes	201	1.373	1.123	628
Deuda Corto Plazo	653	654	55	2.155
Deuda Largo Plazo	18.800	19.400	19.985	16.002
Deuda Total	19.453	20.054	20.040	18.157
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	19.453	20.054	20.040	18.157
Deuda Fuera de Balance	5.936	5.360	2.926	4.176
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.389	25.414	22.967	22.333
Total Patrimonio	11.266	11.039	17.529	18.684
Total Capital Ajustado	36.655	36.453	40.495	41.017

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.343	2.165	13	1.414
Variación del Capital de Trabajo	(2.906)	(59)	211	(1.810)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(563)	2.106	224	(396)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(9)	(98)	(1.557)	(1.116)
Dividendos	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(572)	2.007	(1.333)	(1.512)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0

Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(600)	(2)	1.828	205
Variación Neta del Capital	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	(1.755)	0	1.537
Variación de Caja	(1.172)	250	495	230
Estado de Resultados				
Ventas Netas	6.105	3.260	11.085	11.333
Variación de Ventas (%)	41,6	38,6	(2,2)	0,2
EBIT Operativo	2.038	(3.847)	(48)	(342)
Intereses Financieros Brutos	1.288	1.311	1.419	1.162
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	228	(6.490)	(1.155)	(2.575)

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- REVPAR: Ingresos por habitaciones disponibles
- 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

Obligación Negociable Serie I

Monto Autorizado:	USD 30 millones
Monto Emisión:	USD 20 millones
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses
Fecha de Emisión:	17 de Diciembre de 2019.
Fecha de Vencimiento:	17 de Diciembre de 2033.
Amortización de Capital:	Se amortizará en cuotas semestrales y consecutivas, una vez finalizado el período de gracia repartido de la siguiente manera: los años 2 y 3 el 3%, el año 4 el 5%, el año 5 de 6%, el año 6 el 7%, los años 7 y 8 el 8% y del año 9 al 14 el 10%.
Tasa de Interés:	los intereses serán devengados a una tasa LIBOR a 180 días + 4% (de ocurrir ausencia de contrato de administración hotelera dicha tasa de incrementará en 2%). Sin perjuicio de lo anterior, se establece como tasa de interés nominal mínima en el 6,5% y como máxima del 7.5%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Serán pagados semestralmente, el 17 de junio y 17 de diciembre del respectivo año.
Destino de los fondos:	Refinanciación de pasivos y financiamiento de capital trabajo.
Garantías:	De acuerdo a la modificación en los términos y condiciones sobre la ON Serie I, las obligaciones de la compañía se encuentran garantizadas a través de una hipoteca inmobiliaria del Aloft Hotel y edificio donde funcionó el Sheraton, así mismo, por una cuenta de fideicomiso al que se ceden las cobranzas de las tarjetas de crédito Visa, MasterCard y American Express ante incumplimiento. Además, de ciertos Contratos de Alquiler generados por Master Mind (en un principio en otras locaciones) también serán cedidos en favor del Fideicomiso.
Opción de Rescate:	a opción del emisor, de ser un rescate parcial a un precio de 105% a partir del cuatro año, del 103,5% a partir del quinto año y del 102% a partir del sexto año del valor nominal.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	Restricción de distribución de dividendos, reducción de capital integrado u otorgar adelantos a sus accionistas hasta haber cancelado como mínimo el 20% de las ON emitidas y en circulación bajo el programa. Adicionalmente se deben cumplir los siguiente ratios: Que el ratio que surge de dividir el valor de Tasación de la Hipoteca entre el Circulante de las Obligaciones Negociables bajo el Programa fuera menor a 1. Que el ratio de Garantía fuera menor a 1. Ratio de Cobertura de Deuda: EBITDA T / Servicio de deuda financiera total T+1; mayor de 1,7 a partir del tercer año de emisión. Cobranza anual de tarjeta de crédito / servicio de deuda de las ON emitidas T+1 bajo el programa: Mayor a 1,7. Apalancamiento: Deuda financiera total / EBITDA; menor a 4. Definición de ausencia de Ratio de Garantía: es el cociente que surge de dividir los Créditos de Contratos de Arrendamiento a percibirse en los próximos 12 meses siguientes entre el Servicio de Deuda de los 12 meses siguientes.

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 **28 de abril de 2022**, confirmó en la **Categoría BBB(uy)** la calificación de emisor de largo plazo de **Tonosol S.A.** y en **BBB+(uy)** las **Obligaciones Negociables Serie I** emitidas por la compañía, actualmente vigentes.

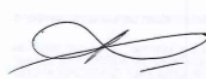
La Perspectiva es **Estable**.

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 es 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 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.



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Fuentes

Balances generales anuales auditados hasta el 31/12/21.

Auditor externo del último balance anual: Deloitte S.C.

Información de gestión suministrada por la compañía.

Prospecto de emisión de la ON Serie I, disponible en www.bvm.com.uy.

Definición de COVID-19 por la Organización Mundial de la Salud (OMS), disponible en www.who.int/es/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019/advice-for-public/q-a-coronaviruses

Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

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 calificadoras, ha recibido 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.