FixScr affiliate of FitchRatings

Finanzas Corporativas
Bienes Raíces
Uruguay

Informe Integral

Tonosol S.A.

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	BBB+(uy)
ON Serie I de USD 20 millones ampliable hasta por USD 30 millones	A-(uy)
Perspectiva	**Estable**

Resumen Financiero

Tonosol S.A.		
Consolidado	**31/12/22**	**31/12/21**
(USD miles)	**12 meses**	**12 meses**
Total Activos	44.386	42.656
Deuda Financiera	18.851	19.453
Ingresos	7.674	6.105
EBITDA	2.671	2
EBITDA (%)	34,8	0,0
Deuda Total / EBITDA (x)	9,5	13.911,7
Deuda Neta Tota l/ EBITDA (x)	7,0	10.548,9
EBITDA/Intereses (x)	2,1	0,0

Criterios Relacionados

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

Analistas

Analista Principal
Cándido Perez
Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
+54 11 5235 8119

Analista Secundario
Gustavo Ávila
Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
+54 11 5235 8142

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

Factores relevantes de la calificación

Suba de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – subió a BBB+(uy) desde BBB(uy) la calificación de Emisor de Largo Plazo de Tonosol S.A. (Tonosol) y a A-(uy) desde BBB+(uy) la calificación de las Obligaciones Negociables Serie I. La suba se sustenta ante la recuperación del segmento hotelero llegando en 2022 a niveles de ocupación promedio del 78% y tarifa de USD 92 por habitación, por encima de períodos pre pandemia y competidores actuales, producto de menor oferta de hoteles de esa categoría en la ciudad de Montevideo luego retiro del ex hotel Sheraton y apalancado asimismo por la licencia con Marriott que le otorga un flujo continuo de huéspedes; sumado a la reconversión del ex Hotel Sheraton Montevideo en un espacio de alquiler de oficinas, arrendando la totalidad del edificio a Master Mind S.A.S. (Grupo Sinergia), el cual le agrega un segmento de real estate a Tonosol. Este último 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 de Aloft Hotel y el 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 contratos de alquiler generados por Master Mind 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 marzo 2023 el 100%, en línea con el ratio exigido.

Estabilidad de flujos otorgada por el contrato de alquiler de oficinas: La reconversión del ex Hotel Sheraton Montevideo en un espacio de alquiler de oficinas, arrendando la totalidad del edificio a Master Mind S.A.S. (Grupo Sinergia), le agrega un segmento de real estate a Tonosol, el que 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. A diciembre 2022 representaba el 40% de los ingresos totales, pero con EBITDA de 69% sobre el total. En 2023 los ingresos de ese contrato se incrementan en un 30%, siendo que se elimina el descuento previsto para 2022, pasando a cobrar tarifa completa (USD 0,3 millones mensuales para 2023), incrementándose un 3% anual durante la duración del contrato.

Sólido posicionamiento de la marca hotelera y reactivación 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 2022 el ingreso de este segmento (habitaciones, alimentos y bebidas, etc) representaba el 60% de los ingresos totales versus 78% a diciembre 2021. Luego del período más crítico de Pandemia, en agosto 2020 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 enero 2021 al 70% en diciembre 2021, promediando el 52% durante el año, y habiéndose consolidado durante 2022 con promedio del 78%.

Sensibilidad de la calificación

FIX espera que la compañía opere un nivel de deuda a EBITDA en torno a 7x para 2023 y reduciéndose gradualmente en los próximos años, con una cobertura de intereses mayor a 2x. La calificación del

emisor podría bajar ante incrementos significativos en la vacancia y/o tarifas hoteleras que impacten en la generación en el mediano plazo y ante posibles retrasos en los pagos del alquiler de oficinas. Asimismo, la calificación del instrumento podría bajar en caso de mantenerse una ajustada posición de los créditos cedidos en garantía, con ratio de cobertura consistentemente cercano al mínimo.

No se esperan subas de calificación en el corto plazo.

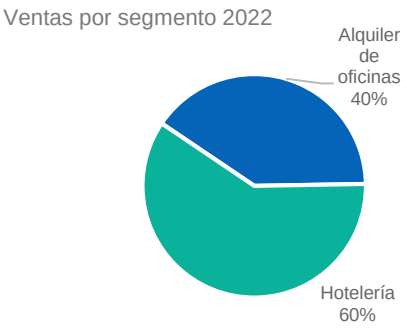
Liquidez y Estructura de Capital

Adecuada posición de liquidez: La posición de caja e inversiones se ubicó en torno a USD 0,2 millones a diciembre 2022. La compañía presenta servicios de deuda por su única deuda financiera, la ON Serie I por USD 1 millón en 2023. FIX estima que el EBITDA durante 2023 se ubique en torno a USD 3 millones, 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 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.

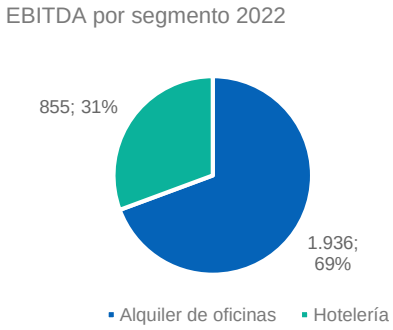


Elaboración: Información de la empresa, Fix

Operaciones

Alquiler de oficinas (40% de las ventas y 69% del EBITDA a diciembre 22):

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 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 (Master Mind) 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.



Elaboración: Información de la empresa, Fix Scr

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 mensual. Cabe aclarar que 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, 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.

A la fecha, el inmueble (El Faro) presenta un avance de obra económico del 59% (USD 10,4 millones), con alquiler vigente y 100% de ocupación en 12 de los 17 pisos, con los 5 pisos restantes en obra. La duración promedio de los contratos según estimaciones de la compañía es de 4 años.

Hotelería (60% de las ventas y 31% del EBITDA a diciembre 22):

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 (75% 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 on-line 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 (10% 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 (12% 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 2022, se observa recuperación tanto del nivel de ocupación como de tarifa, ubicándose ese año en 78% y USD 92 por habitación, comparando favorablemente con 2021 en 53% y USD 65 p.h. El RevPar se ubicó en USD 71 por encima del promedio de los últimos 5 años (USD 77) y asimismo un 41% por encima de sus competidores, mostrando una buena inserción en el mercado Select y siendo eficiente al mismo tiempo.

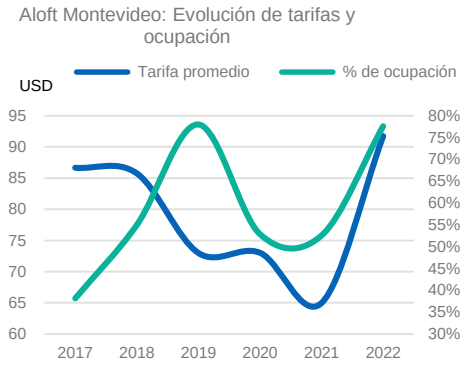
En cuanto a la procedencia de los clientes, la compañía tiene históricamente una alta exposición a los turistas Argentinos y Brasileños, países con economías más volátiles, lo que es parcialmente mitigado con temporadistas provenientes de Estados Unidos y España y complementado con el turismo interno uruguayo.

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.

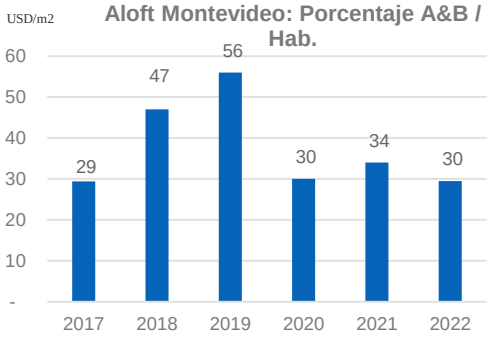
Estructura de costos:

Los costos se encuentran mayormente denominados en pesos y representaron en total el 47% de las ventas a diciembre 2022, siendo las retribuciones al personal el de mayor relevancia representando el 16% 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 3% de las ventas. Los costos de la compañía se vieron reducidos en un 60% respecto de 2019 debido al cambio de estructura producido por el cambio de estrategia en relación con el ex Sheraton.

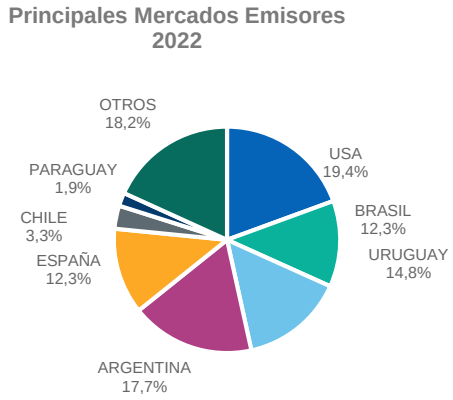
Debido a que los ingresos se encuentran denominados en dólares y los costos salariales mayormente en pesos, la compañía podría ver reducidos sus márgenes operativos en los períodos donde la inflación supera la variación del tipo de cambio.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Administración y Calidad de los accionistas

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 del bienes raíces, el Grupo Sinergia cuenta con una amplia gama de servicios que van desde los contenidos educaciones 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 17 millones 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 marzo 2023 era del 59% 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.

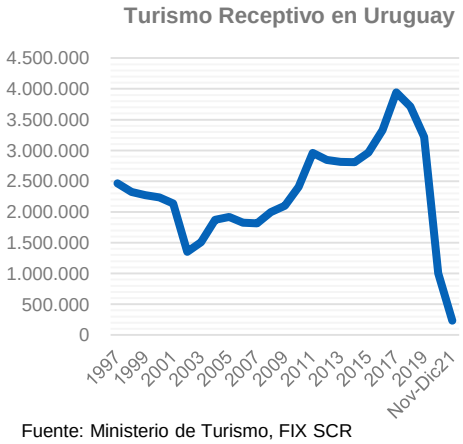
Tonosol cuenta como contraparte en el contrato de gerenciamiento a Marriott International que es un operador, franquiciador y licenciante mundial de propiedades hoteleras, residenciales y de tiempo compartido presente en más de 130 países y territorios, con al menos 30 marcas. Bajo el modelo de negocio "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

Sector hotelero:

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.



Fuente: Ministerio de Turismo, FIX SCR

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.

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. Durante 2022 se observaron valores nuevamente en línea con períodos pre pandemia, con ocupación promedio para ese año del 78% y tarifa de USD/m2 92 promedio, consolidándose la recuperación.

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.

Sector de oficinas:

Con 345.900 m2 de oficinas corporativas en 2022, y prácticamente sin alteraciones respecto de 2021, 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. 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. Para 2023 se espera la incorporación de 26.700 m2, principalmente en el submercado Carrasco.

En términos de vacancia, al concluir la primera mitad de 2022 se registró una tasa de 6,6 %, valor que representa un descenso con respecto al mismo período del año anterior (cuando alcanzó 9,7 %). Cabe destacar que la disponibilidad registrada en los edificios clase B es considerablemente mayor a la de la clase A; en la primera, el porcentaje de superficies disponibles se ubicó en 15,3 %, mientras que en la segunda fue 2,6 %. De este modo, se verifica que la demanda se concentra fuertemente en los inmuebles de mejor calidad.

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

Evolucion de Precios de alquiler

empresas operando en el país, como consecuencia de las condiciones favorables de la economía en comparación con otros países de la region.

El valor de renta promedio por metro cuadrado se ubicó en USD 21,20 por mes, precio que representa una caída del 12,4 % con respecto al valor observado un año atrás (USD 24,20 por metro cuadrado por mes). Al analizar por categoría, se examinó un valor promedio de renta para los inmuebles clase A de USD 32,20 por metro cuadrado por mes (USD 29,10 por metro cuadrado por mes en 2021). Los edificios de la clase B, por su parte, registraron un promedio de USD 17,10 por metro cuadrado, valor similar al de 2021 (USD 17,00 por metro cuadrado por mes).

Algo para destacar es el notable incremento del fenómeno conocido como “coworking” en Uruguay, con la concreción de la venta del Hotel Sheraton y su conversión a un espacio de coworking/coliving, siguiendo patrones similares a las de los demás países de Latinoamerica. FIX espera que se incremente el aumento de la oferta de espacios de “coworking”, dada la alta predilección de estos espacios de “coworking”, 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

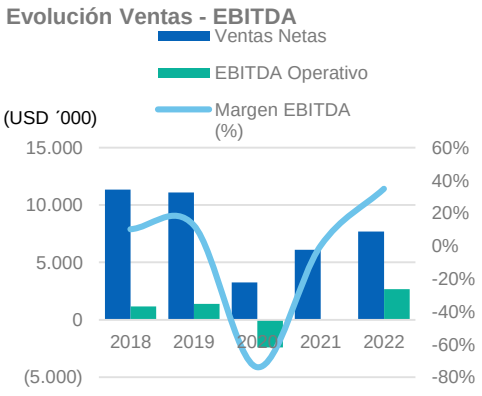
Factores de Riesgo

- **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

A partir del alquiler del exSheraton a Master Mind, la compañía genera flujos de fondos más estables como consecuencia del alquiler mensual en dólares de ese inmueble, operando únicamente el hotel Aloft. En 2022 las ventas contables y el EBITDA de la compañía ascendieron a USD 7,7 millones y 2,7 millones, respectivamente, comparando favorablemente contra los USD 6,1 millones y USD 2 mil de 2021. Cabe aclarar que el criterio de contabilización del arrendamiento a Master Mind se realiza bajo línea recta a través del plazo del arrendamiento, con lo cual presenta diferencias respecto del precio anual que surge del contrato. Por lo anterior, el EBITDA ajustado para 2022 ascendió a USD 2,7 millones.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

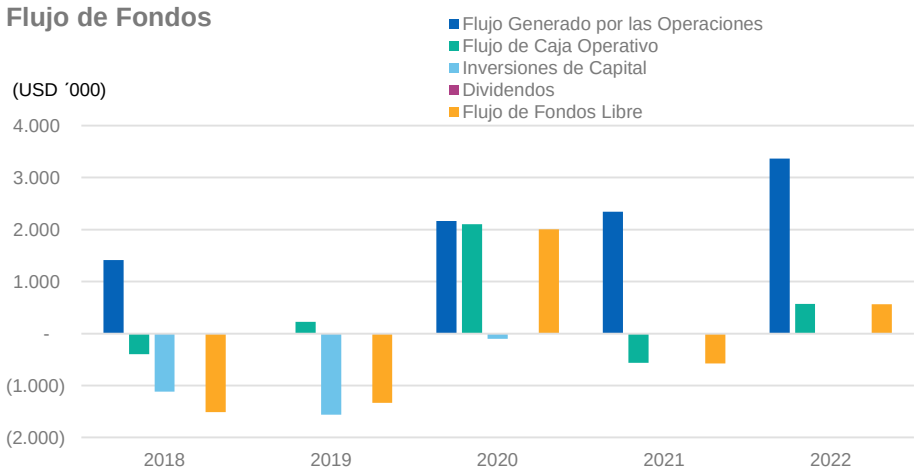
Las ventas por el alquiler del exSheraton aportaron USD 2,5 millones en 2022 (según precio contrato), habiendo aportado el hotel Aloft USD 3,7 millones en 2022 vs USD 2,1 millones en 2021, debido a un mix entre mayor ocupación del hotel (78% vs 53%) y también mayor tarifa promedio por habitación (USD 92 vs USD 65), de la mano de la recuperación del sector post pandemia, volviendo el nivel de ocupación a valores de 2019, año en el que se observó el valor más alto desde 2017 y resultando la tarifa por habitación por encima del máximo desde 2017 de USD 87.

En los próximos 18 meses, FIX estima que la compañía continúe presentando márgenes de rentabilidad estables en torno al 40%, con ventas en torno a USD 7 millones, a partir del contrato de alquiler señalado con Master Mind, que le otorga estabilidad a los flujos.

Flujo de Fondos

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, en 2022 revirtió a positivo por USD 0,6 millones, ya sin significativas inversiones de capital. FIX espera que el FFL se continúe 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.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de capital

A diciembre 2022 Tonosol registraba deuda financiera por USD 25,5 millones (incluye deuda con partes relacionadas por USD 6,6 millones a plazo indeterminado), de la cual un 4% era corriente y un 100% del total denominado en dólares, con ratio de deuda a EBITDA ajustado de 9,5x y cobertura de intereses de 2,1x. FIX estima que en 2023 el ratio de deuda EBITDA se posicione en 7,5x, con una reducción gradual siendo que la deuda tiene vencimiento final en 2033 y amortización de 5% para 2023 y aumentando hasta 10% en 2028 y manteniéndose en ese valor hasta su cancelación final.

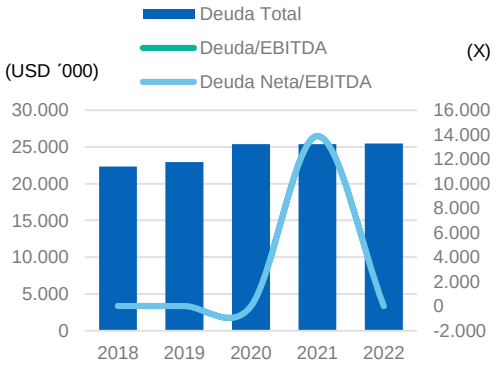
A pesar del incremento en el nivel de endeudamiento que ha tenido la empresa desde 2016, para financiar la construcción del hotel Aloft Montevideo, la estructura de capital de la empresa se viene convirtiendo en ajustada con un patrimonio total que representa el 35% de total del capital ajustado.

Adicionalmente, FIX considera como deuda fuera de balance a los pagos realizados por los nuevos accionistas de la sociedad. A Diciembre 2022 esa deuda asciende a USD 6,6 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 2022, la deuda financiera de corto plazo de Tonosol era de USD 1 millón, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes era de USD 0.2 millones, cubriendo el 16% de la misma. Tomando en cuenta el EBITDA, la cobertura ascendía a 2,7x.

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

Deuda Total y Endeudamiento



* Los ratios Deuda/EBITDA y Deuda Neta/EBITDA son idénticos por el bajo nivel de caja a Dic 22.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez - Tonosol S.A.

USD '000	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA Operativo	1.150	1.395	(2.411)	2	2.671
Caja e Inversiones Corrientes	628	1.123	1.373	201	167
Deuda Corto Plazo	2.155	55	654	653	1.051
Deuda Largo Plazo	20.178	22.912	24.760	24.736	24.429
Indicadores Crediticios					
EBITDA / Deuda CP	0,5	25,4	(3,7)	0,0	2,5
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,8	45,9	(1,6)	0,3	2,7
Deuda Total / EBITDA	19,4	16,5	(10,5)	13.911,7	9,5

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Capitalización

USD '000		
Deuda de Corto Plazo	1.051	3%
Deuda de Largo Plazo	17.800	45%
Otros	6.629	17%
Deuda Total Ajustada	25.480	65%
Total Patrimonio	13.813	35%
Total Capital Ajustado	39.293	100%

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.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Tonosol S.A					
(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)					
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.671	2	(2.411)	1.395	1.150
EBITDAR Operativo	2.671	2	(2.411)	1.395	1.150
Margen de EBITDA	34,8	0,0	(73,9)	12,6	10,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	11,8	9,9	9,5	3,5	6,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	7,4	(9,4)	61,6	(12,0)	(13,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,1	2,1	(51,1)	(0,4)	(0,8)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,6	2,8	2,7	1,0	2,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,1	0,0	(1,8)	1,0	1,0
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	0,0	(1,2)	0,9	0,3
FGO / Cargos Fijos	3,6	2,8	2,7	1,0	2,2
FFL / Servicio de Deuda	0,6	0,7	0,7	1,0	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,6	0,8	1,4	1,7	0,5
FCO / Inversiones de Capital	86,8	(62,8)	21,4	0,1	(0,4)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	5,5	7,0	7,3	16,0	8,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	9,5	13.911,7	(10,5)	16,5	19,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,0	10.548,9	(7,7)	13,6	15,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	9,5	13.911,7	(10,5)	16,5	19,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	9,5	13.801,6	(10,0)	15,7	18,9
Costo de Financiamiento Implicito (%)	6,7	6,6	6,5	7,4	6,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	5,6	3,4	3,3	0,3	11,9
Balance					
Total Activos	44.386	42.656	42.867	45.495	46.040
Caja e Inversiones Corrientes	167	201	1.373	1.123	628
Deuda Corto Plazo	1.051	653	654	55	2.155
Deuda Largo Plazo	17.800	18.800	19.400	19.985	16.002
Deuda Total	18.851	19.453	20.054	20.040	18.157
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	18.851	19.453	20.054	20.040	18.157
Deuda Fuera de Balance	6.629	5.936	5.360	2.926	4.176
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.480	25.389	25.414	22.967	22.333
Total Patrimonio	13.813	11.266	11.039	17.529	18.684
Total Capital Ajustado	39.293	36.655	36.453	40.495	41.017
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	3.366	2.343	2.165	13	1.414
Variación del Capital de Trabajo	(2.793)	(2.906)	(59)	211	(1.810)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	572	(563)	2.106	224	(396)

Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(7)	(9)	(98)	(1.557)	(1.116)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	566	(572)	2.007	(1.333)	(1.512)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(600)	(600)	(2)	1.828	205
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	(1.755)	0	1.537
Variación de Caja	(34)	(1.172)	250	495	230

Estado de Resultados					
Ventas Netas	7.674	6.105	3.260	11.085	11.333
Variación de Ventas (%)	111,2	118,3	53,6	118,0	0,2
EBIT Operativo	2.869	2.038	(3.847)	(48)	(342)
Intereses Financieros Brutos	1.273	1.288	1.311	1.419	1.162
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	2.547	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 periodo 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 prejuicio 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 otogar 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 **27 de abril del 2023**, subió a **BBB+(uy)** desde **BBB(uy)** la calificación de emisor de largo plazo de **Tonosol S.A.** y **A-(uy)** desde **BBB+(uy)** las **Obligaciones Negociables Serie I** emitidas por la compañía, actualmente vigentes.

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

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 Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

Fuentes

- Balances generales anuales auditados hasta el 31/12/22.
- 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 calificadora-, 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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB 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.