

Informe Integral

TA - TA S.A. (TATA)

Calificaciones

Emisor	A(uy)
ON Serie 1 (garantizada)	A+(uy)

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

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX (afiliada de Fitch Rating) – en adelante FIX – confirmó la calificación de emisor de largo plazo en A(uy) Perspectiva Estable de Ta-Ta S.A. (Ta-Ta) y la calificación A+(uy) Perspectiva Estable de las Obligaciones Negociables (ON) Serie 1 (garantizada). La calificación de emisor refleja la fuerte posición de mercado en la industria de supermercados en Uruguay, mientras que la confirmación de la calificación de la ON Serie 1 considera el mecanismo de retención de pagos y la amplia cobertura de garantía constituida a través del Fideicomiso al que se cedieron los derechos de cobro sobre la facturación a través tarjetas de crédito y débito (Visa y Maestro), así como la Fianza Solidaria de las sociedades Frontoy S.A. y Baranur S.A. Las calificaciones también tienen en cuenta la capacidad y estabilidad del flujo generado en operaciones por parte de la compañía y la estructura de la deuda de largo plazo.

Control de los costos: Ta-Ta ha mantenido un crecimiento de sus ventas por debajo de la inflación, y más recientemente un retroceso de las ventas, que afectó los márgenes de rentabilidad. La compañía se ha enfocado en el control de los costos y en la mejora en la eficiencia en sus operaciones, incluyendo la logística, que le ha permitido mantener sus márgenes en torno al 3,4% en 2022, pese a la caída de las ventas de 3,9% del segmento supermercado. FIX considera que la compañía ha tenido buenos resultados en el control de los costos y mejoras operativas que han aumentado su resiliencia frente a los escenarios adversos, sin embargo, los espacios para realizar mejoras se han reducido y encontrar espacios para mejorar requerirá de mayores esfuerzos e inversiones de capital.

ON Garantizada: La emisión de la ON Serie 1 (garantizada) permitió a la compañía mejorar el perfil de vencimientos de su deuda con el remplazo de los financiamientos bancarios y liberando las garantías constituidas, al tiempo que estableció ciertas condiciones que suponen un límite a los niveles de apalancamiento de Ta-Ta. La compañía no logró alcanzar el ratio Deuda Neta / EBITDA establecido en los “covenants” al cierre de 2022, por lo que la Asamblea de Obligacionistas concedió una dispensa que ubicó el ratio en 4,5x y la empresa logró un ratio de 4,16x, según el ratio ajustado para la ON Serie 1. FIX considera que el cumplimiento del ratio establecido en los “covenants” por parte de la empresa de 3,5x a junio 2023 estaría muy ajustado. Sin embargo, el incumplimiento de los “covenants” no tiene impacto en el repago efectivo de la ON Serie 1 por la estructura de su garantía, pero representaría la necesidad de una nueva dispensa de los obligacionistas.

Fuerte competencia: El sector de supermercados en Uruguay es altamente competitivo concentrado en pocos competidores, considerando las grandes superficies. Adicionalmente, las ventas de los supermercados en la frontera están siendo afectadas por la disponibilidad de una oferta de productos provenientes de Argentina y Brasil, así como los viajes de los residentes a localidades en estos países para realizar sus compras dado el amplio diferencial de precios. En este sentido, la compañía redimensionó su plan de inversiones reduciendo la apertura de nuevas sucursales en el corto plazo a cambio de emprender la remodelación de las tiendas existentes con el objetivo de reducir los requerimientos de inversión.

Liderazgo en el sector: Ta-Ta constituye uno de los mayores supermercados en Uruguay con tiendas multi-formato y una amplia diversificación geográfica. El modelo de negocio está bien posicionado para ofrecer una propuesta de valor al consumidor enfocado en precios bajos y marcas propias, aunque recientemente la compañía está sumando a su oferta de valor una mayor participación de marcas referentes para satisfacer y atraer nuevos consumidores. El centro logístico de la compañía le brinda una ventaja competitiva para el impulso de negocios complementarios, como la venta de indumentaria (BAS), electrodomésticos (Multi Ahorro) y la reciente incursión en el negocio mayorista (Frontoy).

Resumen Financiero

TA - TA S.A. (TATA)

Consolidado	2022	2021
(UY miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	13.940.346	13.725.094
Deuda Financiera	5.609.892	4.986.465
Ingresos	20.718.645	21.477.421
EBITDA	701.745	1.047.102
EBITDA (%)	3,4	4,9
Deuda Total / EBITDA	8,0	4,8
Deuda Neta Total / EBITDA	7,8	4,4
EBITDA / Intereses	3,3	3,2

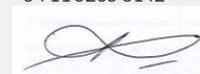
Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el BCU, Marzo 2016](#)

Analistas



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



Analista Secundario
Candido Perez
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

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría ser revisada a la baja por algunos de los siguientes factores: un deterioro sostenido en los márgenes que los ubique por debajo de 3,0% y/o se extienda el tiempo el resultado neto negativo de la compañía, así como incumplimientos sistemáticos de los "covenants" establecidos en la ON Serie 1.

La calificación puede ser revisada al alza por alguno de los siguientes factores: el aumento de los márgenes por arriba de 6,0% y/o se registre consistentemente un resultado neto positivo de la compañía, así como acciones que reduzcan los niveles de apalancamiento de la compañía por debajo de los establecidos en los "covenants" de la ON Serie 1 y/o generación sostenida de flujos de fondos libres (FFL).

La ON Serie 1 podría bajar su calificación en caso de acciones de rating sobre la compañía como así también una reducción importante del colateral que impacte en los niveles de cobertura futura.

Liquidez y Estructura de Capital

Moderado apalancamiento con buenos niveles liquidez: La compañía mostró un incremento en los ratios de endeudamiento hasta 8,0x (Deuda Total / EBITDA) y 7,8x (Deuda Neta / EBITDA), según la metodología estándar de FIX. Sin embargo, el ratio de Deuda Neta / EBITDA ajustado que sirve de referencia de la ON Serie 1 se ubicó en 4,16x. El aumento de los niveles de deuda no se traduce en una menor flexibilidad financiera debido a la estructura de largo plazo de la deuda financiera.

A diciembre 2022, la compañía presenta una cobertura de liquidez de la deuda de corto plazo de 16,5%, que se incrementa hasta 1,3x al sumar el EBITDA. Sin embargo, la cobertura ajustada sería mayor por el saldo de la cuenta en el Fideicomiso de Garantía de las ON Serie 1.

Perfil del Negocio

Ta-Ta, S.A. es una compañía dedicada al comercio minorista de productos de supermercados, indumentaria y electrodomésticos, con presencia en los 19 departamentos de Uruguay. La compañía registró ventas consolidadas de UY 20.719 millones y un EBITDA de UY 702 millones en 2022, un retroceso con respecto a los UY 21.477 millones y UY\$ 1.047 millones reportados en 2021, respectivamente. La compañía opera 5 segmentos: Supermercados Ta-Ta, BAS (indumentaria), Frontoy (mayorista), Multi Ahorro Hogar (electrodomésticos) y Baranur (e-commerce).

Entre los segmentos del grupo, la cadena de supermercados proporcionó el 84% de los ingresos operativos en 2022, seguido de Frontoy con el 6% y BAS con el 5% en 2022. La participación de mercado de Ta-Ta Supermercados alcanza un 22% considerando las grandes superficies (Disco, Devoto, Geant, Tienda Inglesa, El Dorado y Ta-Ta). La compañía dispone de un centro logístico inaugurado en 2013, que cuenta con una estructura de 30.000 m², desde donde se realiza la distribución de cerca del 80% de la mercadería, lo que le permite una distribución más eficiente y menores costos de logística para los distintos segmentos.

Segmentos de negocios

Supermercados: La cadena de supermercado, con presencia en los 19 departamentos del Uruguay, abrió 4 nuevas sucursales para totalizar 91 al cierre de 2022. Del total de los locales, un tercio son de su propiedad y el resto están arrendados bajo contratos de largo plazo. El supermercado tiene distintos formatos de tienda (Hiper, cercanía, etc.) que se adaptan a las preferencias del consumidor. El sistema de distribución y logística que ha desarrollado la compañía le permite abastecer eficientemente los inventarios con tres temperaturas (ambiente, frío y congelado). En el segmento, Ta-Ta mantiene una participación de mercado de alrededor del 31% en Uruguay, representando uno de los jugadores más grandes dentro de este rubro.

En 2022, las ventas del supermercado retrocedieron 3,9% con respecto a 2021 con una reducción del ticket promedio, pero manteniendo el volumen de transacciones y el número de

clientes. El margen del segmento supermercado se ubicó 12,1%, ligeramente por arriba del promedio de los últimos 4 años.

La compañía también ha desarrollado una marca propia que ha experimentado un importante crecimiento en los últimos 5 años, llegando a representar el 23,1% de las ventas en 2022, un aumento con respecto al 22,4% de 2021. La fortaleza de la marca propia le permite a la compañía diferenciar su oferta de productos de sus competidores, aumentando fidelidad del consumidor y reduciendo la competencia vía precios de una porción de su oferta.

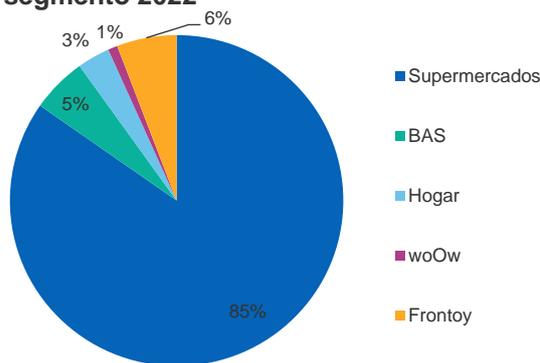
BAS (Basic & Simple): La comercialización de indumentaria abrió 3 nuevas sucursales para operar un total 28 locales al cierre de 2022, en su totalidad bajo la figura del arrendamiento. BAS tiene 9 tiendas en Montevideo y un importante desarrollo del canal de venta en línea. En 2022, las ventas de BAS aumentaron 0,3% una desaceleración con respecto al 26,2% registrado en 2021 (influido por el rebote después de la pandemia). El margen del segmento BAS se ubicó en con márgenes de 20,2% en 2022, una mejora de poco más de 2 puntos porcentuales con respecto a 2021.

Frontoy: El segmento mayorista se incorporó en 2020 como estrategia para alcanzar pequeños distribuidores como almacenes y autoservicios directamente desde el centro de distribución. El segmento constituye un nuevo canal que le permite a la compañía alcanzar a un nuevo grupo de clientes. Desde su inicio, el segmento fue incorporando progresivamente nuevos productos y de mayor valor agregado que contribuyen al margen, el cual se ubicó en 0% en 2022 en línea con las expectativas de la compañía.

Multi Ahorro Hogar: El segmento está enfocado en la venta de electrodomésticos y se sumó en el año 2013 como parte de una posición estratégica en Montevideo, donde mantiene la mitad de los 10 locales, arrendados en su totalidad. El segmento también dispone de “corners” dentro de los Supermercados Ta-Ta, ampliando los puntos de venta y contribuyendo con la flexibilidad operativa. En 2022, las ventas del segmento retrocedieron un 7,0% manteniendo un margen positivo en el orden de 5,7% ligeramente por debajo del promedio reportado en los últimos 5 años.

Baranur: La compañía subsidiaria de Ta-Ta S.A. (participación accionaria del 100% a partir de septiembre 2021) maneja el segmento de e-commerce a través de 3iDigital, manteniendo un portal de comercio electrónico y ofreciendo los servicios de agencia de viajes. El objetivo es convertirse en la plataforma que viabilice, facilite y acelere el desarrollo de los nuevos negocios digitales propios de Ta-Ta S.A. y del Grupo, así como de terceros.

Ventas por segmento 2022



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de costos

En línea con el comportamiento de las ventas, Ta-Ta registró un descenso de 3,3% en los Costos de la Mercadería Vendida (CMV) para ubicarse en UY 13.840 millones en 2022, que le permitió mantener la proporción con respecto a las ventas en 66,8%, un nivel similar al registrado en 2021 (66,6%). Los gastos de comercialización y administración se mantuvieron relativamente estables (+2,0%) para totalizar UY 6.654 millones en 2022, pese a la inflación de 8,3%, lo que muestra la efectividad de la compañía en la contención de los gastos.

La compañía ha logrado controlar los costos en un ambiente de alta inflación, sin embargo, Ta-Ta tiene que continuar realizando mejoras en sus eficiencia de manera de poder enfrentar un entorno más competitivo en el corto plazo, así como la competencia de productos baratos proveniente de Argentina y Brasil. FIX considera que el reto de Ta-Ta es encontrar nuevas áreas de mejora que permitan mejorar la flexibilidad operativa.

Evolución Costos



Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

Administración y Calidad de los accionistas

Se incorporó una directora independiente en cumplimiento de los acuerdos con BID Invest y está pendiente la formalización del cambio de estatuto para su incorporación formal al directorio.

Posición competitiva

Ta-Ta tiene un posicionamiento de mercado dirigido a mantener precios más bajos que la competencia, actualmente dentro de su estrategia Experiencia Ta-Ta está complementando su oferta de productos (incluida su marca propia) con una mayor participación de marcas referentes para satisfacer mejor a los actuales consumidores y atraer nuevos del estrato de ingresos medios.

La distribución de mercaderías se realiza cerca de un 80% desde un centro logístico inaugurado en 2013, el cual cuenta con una estructura de 30.000 m², que utiliza para todos los segmentos. El centro logístico constituye una ventaja competitiva que reside en una mayor eficiencia operativa reduciendo costos, pero a la vez permitiendo llegar a todos los departamentos de Uruguay. Recientemente, la compañía inició un proceso de actualización de los procesos en el área de logística para mejorar el manejo de los inventarios y anticiparse a los cambios en la demanda del mercado.

Respecto al proceso de compra de mercadería, la compañía tiene acuerdos con 600 proveedores, de los cuales un 30% son acuerdos con los 10 principales abastecedores con condiciones de pago de entre 20 y 120 días. Dentro de los principales 15 proveedores ninguno tiene una participación superior al 10% del total de las compras que realiza la compañía.

Ta-Ta cuenta con el Programa Plus con aproximadamente 1,5 millones de asociados y representa cerca de un 83,6% de las ventas a diciembre 2022. El programa funciona en base a una aplicación móvil que suma puntos por cada compra realizada, que le permite a los miembros acceder a descuentos en productos de supermercado, electrodomésticos y textiles, lo que amplía las ventas cruzadas entre los distintos segmentos, permite identificar patrones de compra para personalizar las notificaciones de promociones y descuentos.

Riesgo del Sector

El sector de venta minorista donde participa Ta-Ta es altamente competitivo con bajas tasas de crecimiento y concentrado en pocos competidores, considerando solo las grandes superficies, aunque existen otros almacenes y autoservicios más pequeños que también compiten en un ámbito más local. Los bajos niveles de rentabilidad relativos del sector con respecto a otras industrias, obliga a la apertura constante de nuevas tiendas y sucursales para sostener el crecimiento de los ingresos y las economías de escala. En Uruguay, como en otros países, el sector ha tenido que adaptarse a los rápidos cambios en las preferencias de los consumidores y nuevas tendencias de compras, que impulsó la pandemia de COVID-19, entre ellas el rápido crecimiento de las ventas en línea (online), que se han sido favorecido por el auge de los servicios de entrega a domicilio (delivery).

El sector de supermercados uruguayo, luego de la pandemia, también ha tenido que enfrentar una caída en las ventas en las tiendas y sucursales ubicadas en las zonas fronterizas, como resultado del abaratamiento relativo de los productos por la apreciación del tipo de cambio real de Uruguay bilateral con respecto a Argentina y Brasil. El elevado diferencial de precios de los productos locales, que triplica los precios del lado argentino, crea los incentivos para que los residentes viajen a localidades fronterizas de Argentina y Brasil para hacer sus compras, del mismo modo que impulsa la entrada de productos por la frontera que son comercializados en ferias y otros establecimientos.

El crecimiento del consumo privado esperado en Uruguay se normalizará a niveles del 2,5% interanual con una inflación que se mantendrá en la parte superior del rango meta del Banco Central de Uruguay (BCU) entre 5% y 7% que continuará presionando los márgenes de las compañías del sector. FIX espera que el sector de supermercados uruguayo continúe afectado por la oferta de productos más baratos en las localidades fronterizas con Argentina y Brasil, como resultado de la evolución esperada de las variables macroeconómicas. En este escenario, la alta competitividad en el sector supermercados mantendrá el crecimiento de las ventas/m² por debajo de la inflación, manteniendo presionados los márgenes.

Factores de Riesgo

- Moderado a alto apalancamiento: La compañía mantiene un nivel de apalancamiento que estaría superando los "covenants" establecidos en la Obligaciones Negociables Serie 1 (garantizada).
- Plan de expansión: El redimensionamiento del plan de expansión con una menor apertura de locales y un mayor foco en la remodelación de los locales existentes puede no aportar el incremento en las ventas esperado.
- Industria competitiva, requiere CAPEX: Las acciones de los competidores (apertura de nuevas sucursales y remodelaciones) pueden reducir el impacto positivo de las inversiones de Ta-Ta en el margen esperado.
- Competencia de productos de Argentina y Brasil: La fortaleza relativa del peso uruguayo con respecto a Brasil, y en especial Argentina, mantendrá la oferta de productos más baratos que continuará afectando las ventas de la compañía.

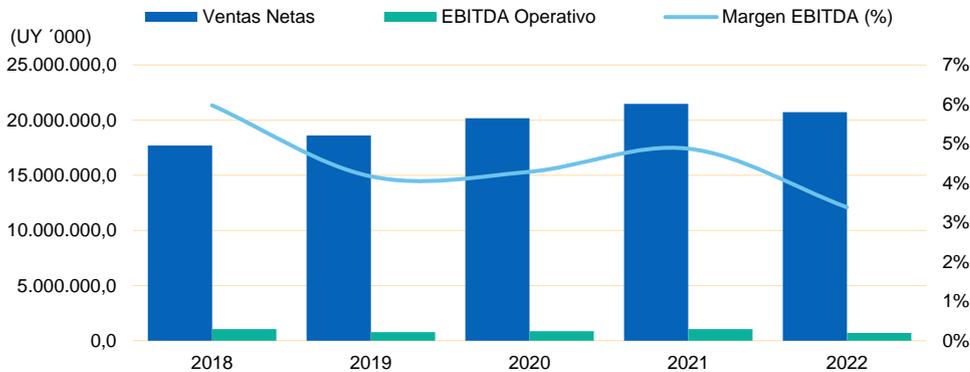
Perfil Financiero

Rentabilidad

Las ventas consolidadas de Ta-Ta descendieron 3,5% para ubicarse en UY 20.719 millones en 2022, mientras generó EBITDA por UY 702 millones que representa un margen de 3,4% con respecto a las ventas, por debajo del 4,9% registrado en 2021. El retroceso se explica por la caída en las ventas en 3,9% del segmento supermercado afectado por la situación en la frontera con Argentina y Brasil, así como gastos no recurrentes de la compañía, que fueron compensados parcialmente por el crecimiento de los ingresos de Frontoy (segmento mayorista) en 2022. Ta-Ta mostró una contracción de las ventas y una reducción del margen ubicándolo en los niveles de 2019-2020. FIX espera que la rentabilidad de la compañía se ubique por debajo de un margen EBITDA de 3,9% con las ventas creciendo por debajo de la inflación en el corto plazo, mostrando cierta recuperación en los años subsiguientes en la

medida que se vaya avanzando con la remodelación y apertura de tiendas previstas en el plan estratégico.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

La compañía registró un Flujo Generado en Operaciones (FGO) de UY 637 millones en 2022 por debajo de los UY 712 millones de 2021, que fue consumido en buena parte por el financiamiento del capital de trabajo, principalmente, el aumento en la rotación de los inventarios. El aumento de los inventarios fue el resultado de la mayor oferta de productos argentinos y brasileros en el mercado que impactaron las ventas de ciertos rubros, así como las demoras en ciertas importaciones de temporada atribuibles a los cuellos de botella en el comercio internacional posterior a la pandemia.

A diciembre 2022, el Flujo de Caja Operativo (FCO) se mantuvo en terreno positivo al ubicarse en UY 193 millones, logrando revertir el FCO negativo registrado en 2021 de UY 100 millones. El nivel de FCO positivo constituye una normalización para la compañía que tiene un balance ampliamente favorable entre las cuentas por cobrar y pagar. El Flujo de Fondos Libre (FFL) volvió a finalizar en terreno negativo por segundo año consecutivo en UY 477 millones en 2022, por el menor nivel de FCO y el aumento de las inversiones de capital que se ubicaron en UY 671 millones.

Las inversiones de capital han estado destinadas a la expansión y reformas de su red de tiendas, así como el desarrollo de soluciones e-commerce y tecnología IT, llegando a superar los UY 600 millones anuales en los últimos 5 años con excepción de 2020 y 2021 (afectado por la pandemia). La compañía se encuentra trabajando en el plan estratégico "Experiencia Ta-Ta" 2023-2025 que implica la reforma de su red de sucursales para aportar valor y una mejorada experiencia de compra a los consumidores, limitando la apertura de nuevas tiendas a ubicaciones clave.

El plan estaría representando un menor nivel relativo de inversión total, en torno a los USD 15 millones anuales entre 2023 y 2025, por el mayor foco en las remodelaciones, en contraste con un mayor número de apertura de nuevas tiendas.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

En el corto plazo, FIX espera que la compañía muestre niveles de FGO similares a los generados actualmente con una recuperación del FGO por la reducción de los inventarios acumulados previamente. Hacia finales de la ejecución del plan estratégico 2023 - 2025, se espera niveles más elevados de FCO como resultado gradual de las mejoras en el manejo de inventarios que refuerzan el balance estructural positivo entre cuentas a cobrar y pagar de la compañía.

Las inversiones esperadas dentro del plan de inversiones, entre 2,3% y 2,9% de las ventas, mantendrán presionado el FFL en niveles alrededor de cero entre 2023 y 2024. En los años subsiguientes, se espera un aumento del FFL por la mayor generación de caja esperada por los resultados del plan estratégico. Tampoco se prevé en los próximos años la distribución de dividendos con los niveles de apalancamiento actual.

Liquidez y Estructura de capital

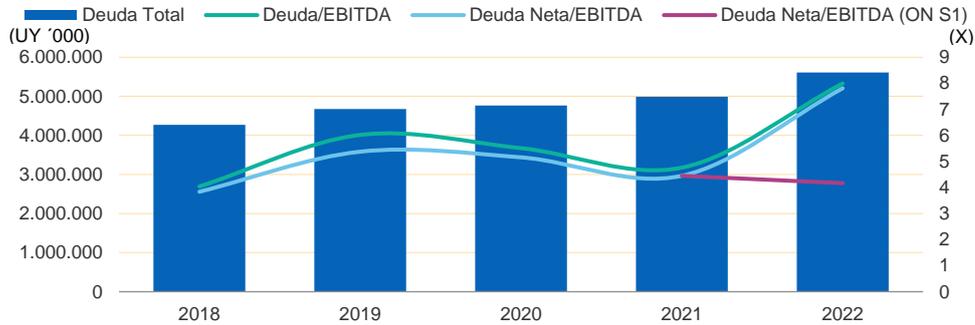
En la estructura de capital, Ta-Ta viene mostrando un aumento del endeudamiento en los últimos años para ubicar la deuda total en UY 5.610 millones al cierre de 2022. El aumento de la deuda estuvo relacionado con el financiamiento del capital de trabajo e inversiones, así como por diferencias de cambio, estas últimas explicarían poco más de la mitad de incremento. Esto ubicó el ratio de Deuda Total / EBITDA en 8,0x y si se considera los niveles de caja el ratio de Deuda Neta Total / EBITDA se ubicó en 7,8x al cierre del ejercicio 2022, según los cálculos analíticos estándar de FIX.

La mayor parte de la deuda de la compañía lo representa las Obligaciones Negociables Serie 1 (denominada en unidades indexadas) por UY 4.632 millones amortizables en 38 cuotas semestrales a un plazo de 20 años emitidas en 2021, que le permitió reemplazar el financiamiento bancario, reducir el riesgo de descalce de moneda y liberar las garantías constituidas a favor de las instituciones financieras, así como reducir los compromisos de corto plazo.

Las obligaciones negociables están garantizadas por un fideicomiso al cual se cedió la totalidad de las cobranzas de las ventas realizadas con tarjeta de débito y crédito, mientras impuso ciertas condiciones ("covenants"). El ratio de deuda financiera neta a EBITDA ajustado utilizado como referencia de las ON Serie 1 se ubicó en 4,16x al cierre de 2022. En diciembre 2022, la Asamblea de Obligacionistas concedió una dispensa al cumplimiento del ratio de Deuda Neta / EBITDA al cierre a diciembre 2022 y estableció un umbral de 4,5x en lugar del establecido originalmente de 3,5x. FIX considera que el cumplimiento del ratio establecido en los "covenants" por parte de la empresa estaría muy ajustado en 2023.

La dispensa requirió de la compañía transferir a la cuenta del fideicomiso un monto equivalente al servicio de la deuda correspondiente al primer trimestre 2023. FIX espera un ratio de Deuda Neta/ EBITDA que se mantendrá muy cercano al valor máximo establecido por los "covenants" de la ON Serie 1 en el corto plazo, lo que requerirá de un esfuerzo adicional de la compañía para ampliar sus márgenes. El incumplimiento de ratio establecido en los "covenants" no representa un deterioro en la capacidad de repago de la ON Serie 1, dado que el Fideicomiso establecido como garantía recibe directamente los fondos de la facturación por ventas a través de tarjetas de crédito y débito (Visa y Maestro) que representa una cobertura de alrededor de 18x el servicio de deuda.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La caja e inversiones corrientes de Ta-Ta alcanza para cubrir el 16,5% de la deuda a corto plazo, mientras que sumándole el EBITDA a las disponibilidades la relación se ubica en 1,3x la deuda de corto plazo.

Liquidez - Ta-Ta S.A.

UY '000	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA Operativo	1.057.525	776.466	865.072	1.047.102	875.883
Caja e Inversiones Corrientes	214.156	499.145	304.422	328.475	131.617
Deuda Corto Plazo	1.785.417	1.965.444	1.455.488	415.803	798.335
Deuda Largo Plazo	2.485.620	2.706.442	3.309.307	4.570.662	4.811.557

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	0,6	0,4	0,6	2,5	1,1
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,7	0,6	0,8	3,3	1,3
Deuda Total / LTM EBITDA	4,0	6,0	5,5	4,8	6,4

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que la compañía presenta una buena flexibilidad financiera, dada por la emisión de las Obligaciones Negociables Serie 1 denominada en unidades indexadas. En el corto plazo, la compañía tendrá el reto de respetar los "covenants" establecidos por la ON Serie 1.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - TA-TA S.A.

(miles de UY, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

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	701.745	1.047.102	865.072	776.466	1.057.525
EBITDAR Operativo	826.830	1.165.729	976.582	899.805	1.370.485
Margen de EBITDA	3,4	4,9	4,3	4,2	6,0
Margen de EBITDAR	4,0	5,4	4,8	4,8	7,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	11,5	14,3	12,5	11,9	17,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,3)	(2,5)	1,0	1,3	0,5
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(9,9)	1,6	(27,6)	(20,0)	(0,3)

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	6,6	5,0	6,2	6,2	5,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	8,0	4,8	5,5	6,0	4,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,8	4,4	5,2	5,4	3,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	7,8	5,0	5,7	6,2	4,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	7,7	4,7	5,4	5,6	4,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,9	6,8	7,9	6,8	5,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	14,2	8,3	30,5	42,1	41,8

Balance

Total Activos	13.940.346	13.725.094	13.279.091	12.921.545	9.515.610
Caja e Inversiones Corrientes	131.617	328.475	304.422	499.145	214.156
Deuda Corto Plazo	798.335	415.803	1.455.488	1.965.444	1.785.417
Deuda Largo Plazo	4.811.557	4.570.662	3.309.307	2.706.442	2.485.620
Deuda Total	5.609.892	4.986.465	4.764.795	4.671.887	4.271.037
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.609.892	4.986.465	4.764.795	4.671.887	4.271.037
Deuda Fuera de Balance	875.600	830.390	780.568	863.374	2.190.722
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	6.485.491	5.816.855	5.545.363	5.535.261	6.461.759
Total Patrimonio	2.046.649	2.259.162	1.619.231	1.996.685	1.112.148
Total Capital Ajustado	8.532.140	8.076.016	7.164.594	7.531.946	7.573.907

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	636.732	712.011	426.960	470.175	756.376
Variación del Capital de Trabajo	(442.952)	(812.315)	53.785	403.017	(53.967)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	193.781	(100.304)	480.744	873.193	702.409
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(670.593)	(430.441)	(278.513)	(623.790)	(610.734)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(476.812)	(530.745)	202.231	249.402	91.676
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	9.212	0	(7.261)	76.374	(28.964)
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	270.742	(68.784)	(389.693)	(40.787)	(43.189)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(196.858)	(599.529)	(194.723)	284.988	19.523
Estado de Resultados					
Ventas Netas	20.718.645	21.477.421	20.173.666	18.610.151	17.697.637
Variación de Ventas (%)	(3,5)	6,5	8,4	5,2	10,9
EBIT Operativo	176.180	570.706	435.344	392.656	652.131
Intereses Financieros Brutos	215.865	326.876	357.172	304.563	222.134
Alquileres	125.086	118.627	111.510	123.339	312.960
Resultado Neto	(212.513)	33.786	(377.455)	(311.275)	(3.317)

(*) Desde 2019 se aplicaron normas contable NIIF Full.

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Fixed charge Coverage: cobertura de cargos fijos
- Covenants: Condiciones financieras establecidas al emisor de la deuda en las emisiones de deuda o préstamos bancarios.

Anexo III – Características de los Instrumentos

Instrumento: ON Serie 1

Marco Legal: Programa de Emisión por hasta el equivalente a US\$ 150 millones.

Monto: en UI el equivalente a US\$ 100 millones.

Moneda: pesos uruguayos reajustables de acuerdo a la variación en el Valor de Unidades Indexadas.

Plazo: el plazo de emisión es de 20 años.

Período de gracia: 1 año a partir de la fecha de emisión, período durante el cual se abonarán solamente los intereses compensatorios.

Amortización: se amortizará en 37 cuotas iguales, semestrales y consecutivas una vez finalizado el período de gracia, correspondientes cada una al 2,63% del capital y una última cuota del 2,69% del capital.

Intereses compensatorios: las Obligaciones Negociables devengarán una tasa fija del 3,75% en UI sobre el capital no amortizado. Los intereses serán pagados semestralmente.

Garantía: un Fideicomiso en Garantía al cual se cederá los derechos de cobro sobre facturación a través de las tarjetas de crédito y/o débito (Visa y Maestro). También podrá ser cedida otra venta realizada por cualquier otro medio de pago (incluyendo efectivo) que Ta-Ta resuelva transferir al fideicomiso en el futuro. Adicionalmente, contará con una Fianza Solidaria de las sociedades Frontoy S.A. y Baranur S.A. de las obligaciones del Emisor, derivadas del Programa de Emisión, a favor de la Entidad Representante para beneficio de los Titulares.

Eventos de Incumplimiento: i) falta de pago del servicio de capital o de intereses en la fecha correspondiente, que no sea subsanada en un plazo de 5 días hábiles; ii) en caso que se trabe o disponga sobre cualquier parte de los bienes, activos o ingresos del Emisor, embargo genérico, específico y/o secuestro, como consecuencia de uno o más reclamos iniciados contra el Emisor que superen conjuntamente la suma de US\$ 15.000.000 (o su equivalente en otras monedas) y tal medida no se levante dentro de los 60 días corridos siguientes de haber sido legalmente notificada al Emisor; iii) declaraciones falsas tal cual están establecidas en el Prospecto; iv) Incumplimiento de las obligaciones y restricciones establecidas en el documento de emisión; v) incumplimiento cruzado o cross default: que el Emisor hubiera incumplido con el pago, ya sea como obligado principal o como garante (excepto bajo las Obligaciones Negociables, bajo cualquier serie de Obligaciones Negociables emitida o que se emita en el futuro bajo el Programa o bajo las Obligaciones Garantizadas), de cualquier deuda financiera (incluyendo capital, intereses y comisiones) cuyo monto sea superior, (en conjunto) a US\$ 5.000.000 o su equivalente en la moneda relevante más allá de cualquier período de gracia que resulte aplicable y no lo remedie en un período de 5 días hábiles.

En caso que se verifique un evento de incumplimiento, los titulares deberán resolver el incumplimiento a través de una Asamblea y posteriormente notificarlo a la Entidad Representante (BEVSA), pudiéndose definir la caducidad anticipada de todos los plazos bajo las Obligaciones Negociables, volviéndose exigibles todos los importes vencidos y no vencidos bajo las Obligaciones Negociables, ya sea por concepto de Capital y/o intereses. En cuanto se produzca un Evento de Incumplimiento y el mismo fuera notificado Fiduciario, este cesará de liberar fondos a Ta-Ta y procederá de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso.

Covenants (obligaciones y restricciones): el emisor deberá cumplir con los siguientes ratios financieros durante la vida de la ON:

- a) Ratio de Endeudamiento I: el Emisor deberá mantener un Ratio de Endeudamiento I (Deuda Financiera Neta / Patrimonio Neto) (i) menor a 3.20x hasta el 31 de diciembre de 2021, (ii) menor a 3.70x hasta el 30 de junio de 2022, (iii) menor a 3.20x hasta el 31 de diciembre de 2022, (iv) menor a 3.50x hasta el 30 de junio de 2023, (v) menor a 2.70x hasta el 31 de diciembre de 2023, (vi) menor a 3.00x hasta el 30 de junio de 2024, (vii) menor a 2.20x hasta el 31 de diciembre de 2024 y en todos los siguientes

31 de diciembre de cada año hasta el vencimiento de las Obligaciones Negociables y (viii) menor a 2.70x hasta el 30 de junio de 2025 y en todos los siguientes 30 de junio de cada año hasta el vencimiento de las Obligaciones Negociables.

- b) Ratio de Endeudamiento II: el Emisor deberá mantener un Ratio de Endeudamiento II (Deuda Financiera Neta / EBITDA) menor a 4.00x hasta el 30 de junio de 2022, menor a 3.50x hasta el 30 de junio de 2024, y menor a 3.00x hasta el vencimiento de las Obligaciones Negociables.
- c) Ratio de Cobertura de Deuda: el Emisor deberá mantener un Ratio de Cobertura de Deuda (EBITDA t / (Servicio de Deuda financiera del año t + 1) mayor a 1.75x hasta el 31 de diciembre de 2021 y mayor a 2.00x hasta el vencimiento de las Obligaciones Negociables.

Estos ratios serán medidos sobre el balance consolidado anual auditado al 31 de diciembre de cada año y sobre el balance consolidado con revisión limitada al 30 de junio de cada año.

La Deuda Financiera Neta para el cálculo de los covenants se calcula como toda la deuda financiera contraída con instituciones financieras locales o internacionales, personas físicas o jurídicas, incluidas las Obligaciones Negociables bajo las distintas Series, restando los créditos con administradoras de crédito y los montos de la Cuenta de Reserva

El EBITDA se calcula en función de los siguientes datos que surgen del Balance Auditado: Ingresos Operativos – Costo de los bienes vendidos y de los servicios prestados, más otros ingresos y egresos excluidas las Depreciaciones de bienes de uso y Amortizaciones de intangibles – Gastos de Administración y Ventas excluidas las Depreciaciones de bienes de uso, Amortizaciones de Pasivo por Arrendamiento y Amortizaciones de intangibles. Se tomarán los últimos 12 meses del EBITDA a la fecha del cálculo del ratio.

El Servicio de Deuda se calcula tomando en cuenta la amortización de capital (porción corriente de la deuda de largo plazo) e intereses de la deuda financiera del año t + 1.

- d) Ratio de Garantía: El Emisor deberá asegurar que el Fideicomiso de Garantía cumpla en todo momento un Ratio de Garantía no inferior a 1.75x.

Se define como Ratio de Garantía el resultado de: (i) sumar los importes de Créditos Cedidos de los últimos 12 meses, y (ii) dicho resultante, dividirlo por el total de la deuda financiera garantizada por el Fideicomiso. A los efectos del cálculo inicial del Ratio de Garantía, el Emisor suministrará a BEVSA los importes de los Créditos Cedidos cobrados en los 12 meses previos a la constitución del Fideicomiso.

Objetivo de la emisión: los fondos provenientes de la emisión se destinarán principalmente para refinanciación de los pasivos financieros e inversiones. Con la refinanciación de pasivos financieros se busca aumentar la duration y la vida media de la deuda para liberar flujo de fondos para el plan de crecimiento de la compañía. Las inversiones contemplan la apertura de locales de Ta-Ta y BAS, así como también una importante inversión en tecnología y logística que son fundamentales para el crecimiento futuro de todas las unidades de negocio. Adicionalmente, se incluyen inversiones por mantenimiento.

Participantes del Fideicomiso en Garantía: TA-TA S.A. se constituye como fideicomitente y TMF como fiduciario del presente fideicomiso. Por su parte Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A (BEVSA) actúa como representante de los titulares de las ONs y el Banco Itaú Uruguay S.A. como agente de pago. El fideicomiso contará con una Cuenta Fiduciaria donde se depositan directamente por parte de los deudores los fondos provenientes del cobro de los créditos cedidos y una Cuenta de Reserva donde se transfieren los fondos reservados para el repago de las ONs y otras obligaciones garantizadas.

Nuevos acreedores financieros: para la incorporación de nuevos acreedores financieros se debe cumplir con el Ratio de Garantía incluyendo el nuevo crédito que se pretende garantizar y se deberá suscribir una carta de adhesión al Fideicomiso.

Estructura del Fideicomiso de Garantía

Ta-Ta cederá en forma irrevocable e incondicional al Fiduciario, los derechos de cobro del 100% de los créditos acordados.

La cuenta fiduciaria tendrá una retención diaria de fondos con el siguiente esquema, siempre y cuando no exista un Evento de Incumplimiento:

1. Pago de los Gastos del Fideicomiso. En caso de que el pago de un saldo por Gastos del Fideicomiso estuviera pendiente de días o meses anteriores, los flujos disponibles se dispondrán, en primer lugar, para su cancelación.
2. Sumas necesarias para cubrir mensualmente 1/6 del próximo pago de capital y/o intereses de cada Serie que deba abonarse a los titulares de ONs. Para proceder a realizar la retención, al menos 5 días hábiles anteriores a cada Fecha de Pago, el Agente de Pago comunicará al Fiduciario los montos exactos que el Fiduciario deberá retener cada mes para aplicar al pago del capital e intereses de las ONs con vencimiento en la subsiguiente fecha de pago. El Agente de Pago comunicará adicionalmente al Fiduciario al menos 5 días hábiles antes de cada fecha de pago, los montos adicionales que el Fiduciario deberá retener, necesarios para ajustar el monto retenido al valor de la UI de la fecha de pago, en caso que esto sea necesario.
3. Las sumas necesarias para cubrir el porcentaje que corresponda abonar por el Fiduciario en la próxima fecha de pago de capital y/o intereses de la deuda con un Acreedor Financiero que se encuentre garantizada por el presente Fideicomiso, de acuerdo a los montos exactos que informe cada Acreedor Financiero.

Los montos correspondientes a los créditos cedidos serán recibidos por el Fiduciario en la cuenta fiduciaria la que operará en pesos y dólares. El Fiduciario queda desde ya autorizado en forma irrevocable a efectuar previo a la realización de las acreditaciones que correspondan en la cuenta de reserva, las conversiones de moneda necesarias al tipo de cambio que aplique el banco al momento que se realice la acreditación que corresponda. Una vez cubiertos los fondos mencionados en los puntos 1, 2 y 3 y transferidos a la cuenta de reserva, de no mediar ningún Evento de Incumplimiento, los fondos excedentes podrán ser liberados a favor del fideicomitente.

Si 2 días hábiles antes de una fecha de pago no hubiera fondos suficientes en la cuenta de reserva, el Fiduciario deberá notificar tal hecho al Fideicomitente y los Beneficiarios, siendo obligación del Fideicomitente aportar los fondos faltantes, previo a la referida fecha de pago.

Entre una y otra fecha de pago, los fondos retenidos y acreditados en la cuenta de reserva podrán ser invertidos en Inversiones Permitidas, de acuerdo a las instrucciones que envíe el Fideicomitente al Fiduciario. Los rendimientos de dichas Inversiones Permitidas serán acreditados en la Cuenta de Reserva.

Inversiones Permitidas: son las inversiones que podrá realizar el Fiduciario, previa instrucción del Fideicomitente, con los fondos depositados en la Cuenta Reserva en los siguientes valores: (i) depósitos a plazo fijo en una institución de intermediación financiera local categoría 1 según la normativa del Banco Central del Uruguay, y/o; (ii) Letras de Regulación Monetaria, y/o; (iii) Notas del Tesoro del Ministerio de Economía y Finanzas. Las Inversiones Permitidas podrán ser en Pesos Uruguayos y/o Unidades Indexadas y su vencimiento deberá ser menor al plazo remanente de pago de la próxima Fecha de Pago de las Obligaciones Negociables o de cualquier otro crédito garantizado bajo el presente Fideicomiso.

En caso de existir un Evento de Incumplimiento bajo cualquiera de la diferentes Series de Obligaciones Negociables o bajo alguno de los demás créditos garantizados con el Fideicomiso, el Fiduciario procederá, luego de pagar los Gastos del Fideicomiso vencidos e impagos, a abonar las sumas existentes en la Cuenta Reserva y/o Cuenta Fiduciaria al Agente de Pago y a los Acreedores Financieros del Fideicomiso en forma mensual, el primer Día Hábil del mes siguiente, de acuerdo al orden de prioridad que se establece a continuación en esta cláusula:

- (i) En primer lugar, los titulares de las Obligaciones Negociables tendrán prioridad de cobro por un importe mensual equivalente al mayor valor entre:

- (a) El resultado de multiplicar (1) la participación porcentual que represente el saldo adeudado de las Obligaciones Negociables sobre el total de la deuda garantizada por el Fideicomiso, x (2) los Créditos Cedidos ingresados al Fideicomiso en dicho mes; o
 - (b) Un monto fijo mensual de US\$ 8.300.000.
- (ii) En segundo lugar y luego de abonados los importes que correspondan bajo el párrafo (i) anterior, tendrán prioridad de cobro los demás Acreedores Financieros que adhieran al Fideicomiso. La prioridad entre los mismos estará dada por la fecha de adhesión al Fideicomiso. El importe de prioridad de cobro de cada Acreedor Financiero será determinado en cada incorporación de un Acreedor Financiero al Fideicomiso.

Los Créditos Cedidos se encuentran actualmente cedidos a favor de dos fideicomisos de garantía. Con el producido de la emisión de la Serie 1 de las Obligaciones Negociables, se procederá a cancelar los pasivos que garantizan dichos fideicomisos de garantía, y liberar los Créditos Cedidos de conformidad con lo establecido en el contrato con el Agente de Pago.

Niveles de Cobertura

FIX a fin de analizar los niveles de cobertura de las ONs asumió: (i) un monto máximo de deuda garantizada con los actuales medios de pago cedidos (VISA y Maestro) de US\$ 113 millones que está condicionado por el Ratio de Garantía, (ii) el promedio mensual de las ventas con tarjetas VISA y MAESTRO de los últimos cinco años y un crecimiento interanual acorde a la inflación, (iii) se asume una retención y comisión del 8% en las cobranzas por tarjetas de crédito en el flujo, (iv) participación de las ventas con tarjetas cedidas en el total de las ventas de un 35%, (v) evolución de la UI de acuerdo al crecimiento de la inflación, (vi) variación del tipo de cambio en línea con la inflación luego del 2027 y, (vii) EBITDA normalizado entre US\$ 30 y US\$ 35 millones.

Debe aclararse que para el análisis se consideraron las ventas y no las cobranzas. Esto se sustenta en que el período entre la venta y la cobranza en promedio se da dentro del mes, dado que se cederá en el caso de la tarjeta MAESTRO, el débito que se cobra aproximadamente a las 48hs y, en el caso de la tarjeta VISA, si bien se cede débito y crédito, en general los consumos se realizan en los supermercados, principalmente alimentos y bebidas, cuyo pago se realiza en una cuota.

Ratios de Cobertura Estimados	Mínimo	Promedio	Máximo
Emisión eq. a US\$ 100 MM	20,3x	27,3x	47,5x
Emisión eq. a US\$ 113 MM	18,0x	24,2x	42,0x

Anexo IV. Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **27 de abril de 2023**, confirmó en la **Categoría A (uy)** la calificación de emisor de largo plazo de TA-TA S.A. y en la **Categoría A+(uy)** la calificación de las Obligaciones Negociables Serie 1 (garantizada) en UI por el equivalente a US\$ 100 millones.

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.

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.

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)".

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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Fuentes

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

- Información de gestión suministrada por la compañía
- Balances generales auditados hasta el 31 de diciembre 2022. Auditor externo del último balance anual: Ernst & Young Uy S.R.L.

Criterios Relacionados

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



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

MARIA CECILIA MINGUILLON
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

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 calificadoradora-, 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.