

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	BBB+(uy)
ON Serie I	BBB+(uy)
ON Serie II	BBB+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

La Tahona Desarrollos S.A.		
Individual	31/12/24	31/12/23
(USD miles)	12 meses	12 meses
Total Activos	70.282	24.891
Deuda Financiera	60.155	20.848
Ingresos	4.405	0
EBITDA	1.889	-27
EBITDA (%)	42,9	N/A
Deuda Total / EBITDA (x)	31,8	-777,0
Deuda Neta Total/ EBITDA (x)	18,2	-614,2

Criterios Relacionados

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

Informes Relacionados

[Informe de calificación Runtuna S.A.](#)

Analistas



Analista Principal
Lisandro Sabarino
Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
+54 11 5235 8119



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

La Tahona Desarrollos S.A.

Factores relevantes de la calificación

Vínculo con el grupo económico La Tahona: La calificación se sustenta en la experiencia y reputación adquirida por el grupo La Tahona en el desarrollo de barrios privados en Uruguay, con el 58% de la ocupación desarrollada en el departamento de Canelones, aunque mayormente en actividades de loteo y venta sin construcción de propiedades. El proyecto no reviste demasiada complejidad, ofreciendo LTD modelos de casa llave en mano a consumidores finales y edificios corporativos, con contraparte diversificada, y disponiendo el grupo al cual pertenece los terrenos sobre los que se construirán los inmuebles, lo cuales se encuentran ya loteados y con permisos de construcción obtenidos. Durante el 2025, el grupo debe afrontar vencimientos por USD 7,9 millones pertenecientes a Runtuna, de los cuales USD 4 millones son del último vencimiento de la ON Serie II en 2025 el cual podría hacer frente sin problema. En cuanto al proyecto se esperan mayores flujos como producto de la incorporación de edificios que ya se encuentran vendidos entre 2023 y 2024, 14 lotes para el desarrollo de 10 casas y 4 edificios. La calificación incorpora el vínculo estratégico y operativo entre LTD y las compañías relacionadas Runtuna - califica por FIX en A(uy) Perspectiva Estable - y LTI, dado que el grupo le brinda una sinergia tanto en el acceso a nuevas tierras para desarrollar como así también al uso de la marca "La Tahona" con amplia trayectoria local.

Viabilidad del proyecto: La compañía prevé la construcción y venta de casas en el transcurso de 25 años, bajo la modalidad de "llave en mano", y la construcción y venta de edificios financiados a 6 años. El proyecto se desarrolla en el departamento de Canelones, segundo departamento en cantidad de barrios privados, extensión y cantidad de unidades habitacionales, principalmente con destino a vivienda permanente. Según estudio de mercado contratado por la compañía se concluye acerca del equilibrio entre la oferta y la demanda en Uruguay para barrios cerrados, sumado a la estabilidad económica del país, lo que sostiene los altos precios de los últimos años. La tendencia habitacional de las grandes ciudades que se va trasladando parcialmente hacia la periferia de las zonas céntricas, acentuadas luego de la pandemia en búsqueda de espacios verdes y favorecida por el trabajo remoto, sumado a la estabilidad económica que ofrece Uruguay, prevén un crecimiento en el mercado de barrios privados en los próximos años. FIX considera asimismo que el riesgo de demanda está atenuado por la reputación del grupo La Tahona, siendo éste uno de los principales referentes de mercado de barrios cerrados en el departamento de Canelones, donde se desarrollará el proyecto, con ocupación actual del 58% del suelo destinado a barrios privados en el mismo.

Financiación del proyecto: El proyecto requiere una inversión de USD 147 millones que será financiado mediante la ON Serie II por USD 40 millones y el resto a través de los ingresos anticipados por ventas de las casas y edificios. Cabe destacar, que lo obtenido con la ON Serie I se utilizaron para adquirir terrenos pertenecientes a LTI. La compañía estima que las ventas de las casas se realizarán 20% al contado y 80% financiado a 25 años mientras que la venta de edificios se realizará con un 10% al contado y 90% financiado a 6 años. A la fecha, la compañía posee cuentas por cobrar por USD 13,2 millones. FIX considera que el riesgo de financiación es moderado, cuando los vencimientos de deuda operan desde 2028, sujeto por lo tanto a la flexibilidad financiera de la compañía para descontar las cuotas por cobrar o colocar nueva deuda. El Loan to Value (LTV) se estima en 90% a la fecha, mientras que el LTV consolidado a nivel grupo económico resultó en 65% (siendo del 51% neto de caja).

Sponsor con moderada experiencia: Los accionistas de LTD poseen experiencia mayormente en el proceso de loteo y acondicionamiento de barrios cerrados, pero hasta el momento las ventas se han generado a partir de la venta de lotes y no en el producto final de casas habitables,

a excepción del todo proyecto La Toscana, del cual ya han sido construidos y comercializados por el grupo La Tahona (Runtuna) 3 torres de apartamentos, una tercera torre en proceso y quedando prevista la construcción de 4 torres adicionales. De todas maneras, FIX considera que la complejidad del proyecto es relativamente baja, siendo que la construcción será a través de la modalidad de llave en mano, reduciendo las dificultades logísticas y constructivas.

Paquete de Garantías: El proyecto prevé la constitución de un fideicomiso en garantía sobre el cual el emisor transferirá los activos: Inmuebles, Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles y dinero en efectivo, debiendo mantenerse una relación entre esos activos y dinero y el saldo adeudado del capital por ON de cada serie equivalente a 1 o superior. La relación se calcula tomándose el valor de los Inmuebles al 85% de su valor de tasación, los Créditos a Cobrar al 90% del mismo y el dinero en efectivo al 100%.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría bajar ante cualquier hecho que implique un desfase negativo frente a los flujos de fondos proyectados por la compañía, los cuales prevén ingresos por ventas anticipadas, descuento de créditos en el transcurso de los 8 años por un total de USD 225,8 millones y egresos por un total de USD 191 millones (por todo concepto, incluyendo intereses), que impliquen dificultades para hacer frente a los servicios de deuda o mermas en la flexibilidad financiera. Cambios significativos en las tasas de interés esperadas también podrían impactar negativamente la calificación.

No se esperan subas en el corto plazo

Liquidez y Estructura de Capital

Vencimientos escalonados: La compañía posee un nivel de deuda de USD 60,2 millones correspondientes a la emisión de la ON Serie I y Serie II. Los vencimientos de la misma empiezan a operar desde 2028 de manera parcial (50% de la ON Serie I), encontrándose escalonado hasta 2031 que es la fecha de finalización del proyecto. La compañía posee buena liquidez y alto nivel de activos tanto de la compañía como a nivel grupo. LTD posee activos por USD 59 millones mientras que Runtuna posee activos por USD 63,6 millones.

Perfil del Negocio

La Tahona Desarrollos S.A. (LTD) tendrá como objeto la adquisición de lotes específicos, hoy propiedad de La Tahona Inversiones S.A. (LTI), para la construcción de viviendas residenciales. El proyecto comprende la construcción y venta de 232 casas y 5 edificios durante el transcurso de 8 años, bajo la modalidad de "llave en mano". El grupo La Tahona estima que el 20% de las ventas se realizarán al contado y el 80% con financiación hasta 25 años en el caso de las casas, mientras que la venta de edificios serán por el 10% al contado y el resto financiado a 6 años. Ambas financiaciones serán con tasa de interés efectiva del 8% anual.

El proceso constructivo lo va a liderar el mismo grupo La Tahona y se va a desarrollar con un mix entre personal propio y tercerización de servicios. Respecto de los terrenos ya se encuentran loteados, con los permisos correspondientes ya asignados.

El desarrollo estima una inversión total de USD 147 millones a lo largo de los 8 años del proyecto. La compañía ha constituido un fideicomiso de garantía al cual se estarían transfiriendo inmuebles, créditos emergentes de la enajenación de inmuebles y dinero en efectivo, a los efectos de conformar un patrimonio autónomo. El fideicomiso será administrado por la entidad Fiduciaria Fidbado S.A.S. con el objetivo de asegurar el fiel cumplimiento del origen y aplicación de fondos.

Este proyecto replica el histórico de ventas y ritmo de crecimiento que tiene La Tahona, construyéndose más de 100 viviendas por año, con un modelo de negocios validado por el mercado.

El proyecto comprende la construcción y venta de casas bajo la modalidad de llave en mano y edificios corporativos. En cuanto al costo de las casas, se prevé un costo de USD 2.765 m2 en promedio y con un precio de venta de USD 3.544 m2, generando un margen del 28%. En cuanto a los edificios se prevé un costo de USD 1.600 m2 y un precio de venta de USD 2.800 m2, generando un margen de 76%. Por ende la incorporación de edificios mejora el flujo de la compañía. Una vez que se firma el contrato se paga el terreno, una vez que el cliente elige el modelo empieza a realizar el resto de los pagos e inicia la construcción. Al momento iniciaron la construcción de un edificio y durante el 2025 iniciarán la construcción de los otros 4 edificios vendidos.

El desarrollo estima una inversión total de USD 147 millones a lo largo de los 8 años del proyecto. La Desarrolladora ha constituido un Fideicomiso de Garantía transfiriendo Inmuebles, Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles y dinero en efectivo, a los efectos de conformar un Patrimonio Autónomo. Entre 2023 y 2024 se vendieron 10 casas y 4 edificios por USD 13,8 millones habiendo cobrado durante el mismo año un total de USD 1,7 millones. LTD posee cuentas a cobrar por USD 13,2 millones, estando USD 3,5 millones concentrados en 2025.

En cuanto a inventarios, la compañía cuenta con 697.581 metros cuadrados para desarrollar con un valor de USD 66,8 millones.

Estructura societaria

La presente emisión de ON tiene como propósito financiar parcialmente la compra de terrenos a la compañía relacionada La Tahona Inversiones S.A. (LTI) y el costo de construcción. LTI, por su parte, emitió deuda con codeudoría de Runtuna S.A. (Runtuna), para pagar las compras de lotes a esta última. En la estructura mencionada, Runtuna se presenta como desarrollador inicial, quien le vende lotes principalmente a LTI y luego este último realiza subdivisiones e inversiones en infraestructura básica para revender tanto a terceros como a LTD.

Runtuna debe afrontar vencimientos de la ON Serie II por USD 4 millones durante el próximo año, y USD 9,8 millones por ON privadas (USD 3 millón en 2025, USD 5,2 millones en 2026 y USD 1,5 millones en 2027). LTI, por su parte, enfrenta vencimientos de ON por USD 40 millones (en 7 cuotas anuales y consecutivas a partir de 2026, 1ra 10%, 2da y 3ra 15% y luego 20%). Por lo anterior, FIX entiende que el cumplimiento de los objetivos de venta y cobro por parte de LTD son esenciales para el cumplimiento de las obligaciones de esa compañía como así también de LTI y Runtuna. Cabe agregar que el grupo La Tahona detenta un historial de emisiones de deuda pública a través de las compañías Runtuna y LTI, habiendo afrontado a la fecha los vencimientos en tiempo y forma.

Análisis del sector

La compañía contrató un estudio de mercado independiente de barrios privados en Uruguay en octubre 2022. Según dicho informe, en el mercado inmobiliario general se espera un fuerte dinamismo luego de la caída vinculada a la pandemia. El crecimiento en los últimos años, tanto de la cantidad de barrios privados como de lotes en barrios privados, ha sido muy importante. Esto se debe al desarrollo de nuevos barrios, que tuvo su pico entre 2008 y 2010, pero también a la expansión de estos dotándolos de mayor cantidad de lotes.

Se observa una especialización geográfica, diferenciando dos modelos de barrios privados según su ubicación. Por un lado, se encuentra Canelones, con barrios privados más densos con destino definido como residencia permanente. Por otro lado, Maldonado, con características distintas, barrios privados de mayor extensión y principalmente con destino casa de veraneo o alquiler. El resto de los departamentos del país, aun en desarrollo, se acercan más a uno u otro modelo según su desarrollo turístico fundamentalmente. Los barrios privados que siguen el modelo de Canelones, con destino residencia permanente, son los más consolidados con porcentajes de ocupación definitivamente más altos. Canelones es el segundo departamento en cantidad de Barrios Privados, extensión y en cantidad de unidades habitacionales.

El precio de los inmuebles, si bien los últimos tres años se observaron un estancamiento de los precios medidos en dólares, se trata de valores récord que se alcanzaron luego de subas ininterrumpidas desde 2018 hasta 2020. Inclusive si se toman los precios en términos reales (con relación al IPC general) se mantuvo el incremento este último periodo, alcanzando actualmente valores de entre 15% y 20% por encima de 2017. La previsión basada en el incremento del costo de la construcción y la recuperación del ingreso de las familias apunta a un fortalecimiento de los precios de los inmuebles.

Respecto de la oferta y la demanda, al analizarlas en forma conjunta, se observa en el mencionado informe que se han consolidado en el tiempo. La creciente oferta proveedora de una mayor cantidad de unidades-lotes, viviendas y soluciones habitacionales en conjunto con una creciente valoración que tienen los consumidores uruguayos y extranjeros por este tipo de productos han convalidado una firme tendencia, consolidada luego de la pandemia por el deseo de los consumidores hacia este tipo de productos. Las tendencias mundiales, regionales y uruguayas indican que la urbanización se consolidará en el mundo y en la región, las grandes ciudades crecerán hacia la periferia, y el Uruguay será uno de los países más estables en la región. Por lo tanto, la compañía prevé un crecimiento en el mercado de barrios privados en los próximos diez años.

Operaciones

Es una operación sencilla sin mayores riesgos de provisión. Se ofrecerán 5 o 6 modelos de casas similares para elección de los clientes y edificios corporativos. Algunas incluirán la tecnología "wood frame", la cual ya fue utilizada por la compañía para la construcción del club house. El costo promedio de construcción estimado por la compañía asciende a USD 684 mil por casa (promedio), donde el terreno representa el 23% del costo total (USD 169 mil) y la construcción el 77% restante (USD 539 mil), resultando en USD 2.835 por m², según el estudio de mercado contratado. Adicionalmente la compañía dispone de un presupuesto detallado de contratista (USD 538 mil). A su vez, se planean hacer 5 edificios que ya se encuentran vendidos por un costo de USD 1,2 millones para tres de ellos y USD 2,4 millones el cuarto edificio.

Administración y Calidad de los accionistas

La compañía es controlada por Felix Leandro Añón quien posee el 100% del paquete accionario y forma parte del grupo "La Tahona", el cual surgió como uno de los primeros clubes de campo de Uruguay. Luego de 30 años de desarrollo, el complejo La Tahona cuenta con más de mil familias y una inversión realizada en construcción residencial que supera los USD 650 millones. Esta inversión ha verificado un ritmo acelerado exponencial de crecimiento durante los últimos 10 años del desarrollo.

Los balances son auditados por Grant Thornton y utilizan Normas Contables Adecuadas en el Uruguay ("NCA").

Posición Competitiva

La Tahona Desarrollos se ubica en un mercado objetivo de habitantes permanentes con un perfil de ingresos alto y medio-alto y residentes de países limítrofes. Los principales competidores de la compañía corresponden a los barrios desarrollados en la zona de Carrasco y otros barrios cerrados en Canelones. En Carrasco se evidencia una escasez de oferta de terrenos para el desarrollo de nuevos barrios y precios de tierras más elevados. La principal fortaleza de La Tahona surge de la marca y la infraestructura ya desarrollada, así como también de la ubicación estratégica de sus barrios.

Estrategia del Management

El objetivo del grupo es poder ofrecer un vehículo financiero que implique la venta llave en mano del paquete completo residencial al consumidor final, creando de esta forma un producto atractivo tanto para el inversor como para el cliente que busque una solución residencial.

Riesgo del Sector

El desempeño del negocio inmobiliario está vinculado a la evolución de la actividad económica en cuanto a la demanda y nivel de precios. No obstante, en períodos de incertidumbre la inversión en bienes raíces puede actuar como reserva de valor. Al tratarse de proyectos de largo plazo, en su transcurso pueden variar las condiciones económicas (inflación, tipo de cambio, precios), y afectar la rentabilidad esperada de los emprendimientos. En los últimos años los precios continuaron la tendencia alcista siendo Montevideo la ciudad con el metro cuadrado más caro de la región con USD 3.100 por m², mientras que la demanda de viviendas empezó a recuperarse.

Factores de Riesgo

- Ciclicidad del mercado inmobiliario, el cual muestra una fuerte correlación con la economía local.
- Riesgos de demanda y precio.
- Necesidad de mantener el volumen de ventas con el fin de hacer frente a sus obligaciones.

Perfil Financiero

Rentabilidad

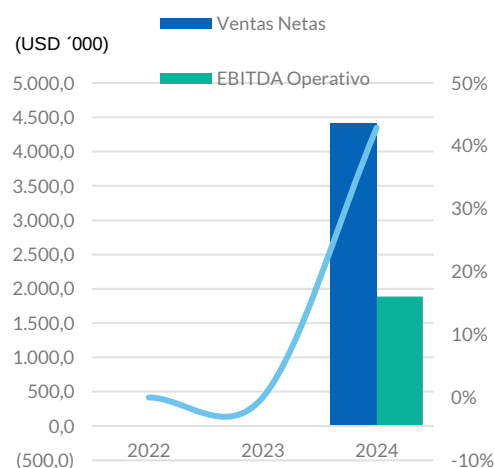
La compañía empezó a generar ventas y ebitda en el 2024. El nivel de ventas fue por USD 4,4 millones mientras que el EBITDA estuvo entorno a los USD 1,9 millones dando un margen del 43%.

Para 2025 la compañía posee boletos de venta en el orden de los USD 10,3 millones, impulsadas principalmente por las ventas de edificios. FIX espera que el EBITDA se mantenga en los niveles entre el 40% y el 50%.

Flujo de fondos

Si bien tuvo un nivel de ventas alto, la compañía a la fecha cobro los terrenos por USD 1,7 millones dado que los compradores de la casa aun no eligieron los modelos y por ende la construcción no inicio. Esto genera un FGO casi neutro, mientras que el FCO es negativo por USD 14,8 millones. Se espera que a medida que la compañía inicie las construcciones, los flujos se vuelvan positivos y estables.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de capital

La compañía lleva emitidos en total USD 60 millones para financiar la construcción de las casas. El primer tramo lo financio a una tasa de 7,75% mientras que la segunda serie por USD 40 millones se financio al 8,25%

A diciembre 2024, el apalancamiento se encuentra en torno en 31,8x mientras que el apalancamiento neto es de 18,2x debido a los buenos niveles de liquidez de la compañía. Cabe destacar que los vencimientos de las Ons empiezan a operar en 2028, dando margen a la compañía para generar los flujos para el pago de las mismas. En cuanto a la cobertura de intereses, la misma se encuentra ajustada en 0,8x.

En julio de 2025, el grupo debe hacer frente a USD 4,2 millones de vencimiento, tanto de capital como intereses, de la ON Serie II, para hacer frente a ese pago, depende de las cajas que tengan LTI y LTD y de los flujos que genere Runtuna. Para 2025, LTI posee cuentas por cobrar de USD 4,6 millones, de los cuales USD 4 se cobrarían para julio 2025 pudiendo de esta manera hacer frente a las cuotas que tiene pendiente de pago con Runtuna por USD 2,4 millones. Por otro lado, Runtuna posee cuentas por cobrar hasta julio 2024 por USD 5,9 millones. Mientras que LTD posee cuentas por cobrar por USD 1,3 millones.

A diciembre 2024 la caja y equivalentes eran de USD 25,7 millones. En 2025 la compañía debe afrontar la amortización de interés por cerca de USD 3,3 millones por la ONs. No obstante, la liquidez prevista para 2025 es razonable ya que las cuotas por cobrar ese año representan USD 13,2 millones.

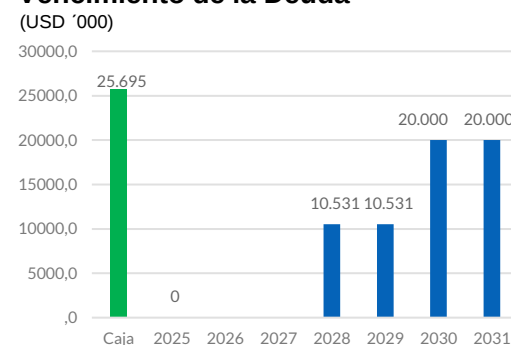
En cuanto a la liquidez del grupo, durante el 2024 se produjo de la liquidez pasando de una caja e inversiones corrientes de USD 5,5 millones en 2023 a nivel consolidado a una caja e inversiones de USD 26,6 millones. Esto genera que los ratios de cobertura de caja e inversiones sobre deuda de corto plazo se vean deteriorados llegando a 3,8x versus un ratio de 0,4x en 2023.

La liquidez durante 2025 podría verse presionada de no monetizar nuevas ventas en forma significativa durante el presente ejercicio. No obstante, la compañía tiene la flexibilidad de retrasar obras y/o vender su importante stock de lotes a precio de descuento obteniendo liquidez, adicionalmente a la posibilidad de tener financiamiento adicional con garantía de las tierras.

Flexibilidad financiera

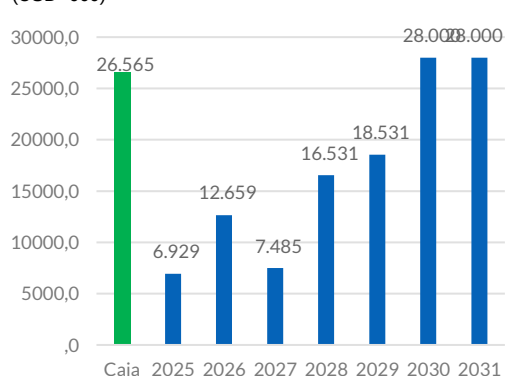
FIX considera que la flexibilidad financiera de LTD se encuentra acotada. No se esperan nuevas tomas de deuda para financiar el proyecto Como mitigante, en caso de necesidades de financiamiento cuenta con el soporte de los activos valuados a precios actuales en aproximadamente USD 59 millones.

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda - Consolidad



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I. Resumen Financiero

Cifras Consolidadas				
Normas Contables	NCA	NCA	NCA	NCA
Período	2024	2023	2022	2021
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad				
EBITDA Operativo	1.889	(27)	(10)	(0)
Margen de EBITDA	42,9	N/A	N/A	N/A
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	4,3	3,7	(0,2)	5,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(425,3)	N/A	N/A	N/A
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	1.253,2	94,2	(224,7)	6,2
Coberturas				
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,1	2,2	N/A	N/A
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,8	(0,1)	N/A	N/A
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	(0,0)	(0,5)	(0,1)
FGO / Cargos Fijos	1,1	2,2	N/A	N/A
FFL / Servicio de Deuda	(5,6)	(28,1)	(1,4)	(0,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	3,2	(20,3)	(1,4)	0,0
FCO / Inversiones de Capital	(3,8)	N/A	N/A	N/A
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Total Ajustada / FGO	23,1	22,9	(652,2)	(14,9)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	31,8	(777,0)	(700,6)	(10,7)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	18,2	(614,2)	(700,6)	(10,6)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	31,8	(777,0)	(700,6)	(10,7)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	18,2	(614,2)	(700,6)	(10,6)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,9	3,0	0,0	0,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	0,9	0,7	0,3	100,0
Balance				
Total Activos	70.282	24.891	6.930	0
Caja e Inversiones Corrientes	25.695	4.367	0	0
Deuda Corto Plazo	520	149	21	5
Deuda Largo Plazo	59.635	20.699	6.900	0
Deuda Total	60.155	20.848	6.921	5
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	60.155	20.848	6.921	5
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	60.155	20.848	6.921	5
Total Patrimonio	878	20	9	(11)
Total Capital Ajustado	61.033	20.868	6.930	(6)
Flujo de Caja				
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	188	495	(11)	(0)
Variación del Capital de Trabajo	(15.023)	(16.744)	(19)	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(14.835)	(16.249)	(30)	(0)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(3.900)	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(18.735)	(16.249)	(30)	(0)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0

Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	38.663	20.616	0	0
Variación Neta del Capital	1.400	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	30	0
Variación de Caja	21.328	4.367	(0)	(0)

Estado de Resultados				
Ventas Netas	4.405	0	0	0
Variación de Ventas (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT Operativo	1.889	(27)	(10)	(0)
Intereses Financieros Brutos	2.416	414	0	0
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	(542)	11	(10)	(0)

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.
- LTM: Año Móvil

Anexo III – Características del Instrumento

Obligaciones Negociables Serie I por hasta USD 60 millones

La compañía emitió Obligaciones Negociables Serie I por un valor de hasta USD 21 millones, denominadas en dólares estadounidenses, con vencimiento el sexto año desde la emisión, y amortización en dos pagos anuales y consecutivos a partir del quinto año de la emisión. Dichas ON se utilizarán para financiar la compra de lotes y los costos de construcción.

Las ON devengarán una tasa de interés sobre el capital no amortizado equivalente a 7,75%, pagaderos en forma semestral.

Las ON serán emitidas bajo el programa de Obligaciones Negociables de Oferta Pública No Convertibles en Acciones por un valor de hasta USD 100 millones, bajo la legislación de la República Oriental del Uruguay.

Garantías de la emisión

En garantía del pago de los importes adeudados bajo las ON se constituirá el “Fideicomiso de Garantía Tahona Desarrollos”, sobre el cual el Emisor transferirá los siguientes activos:

- a) Inmuebles (Tierra),
- b) Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles (“Cuentas por Cobrar”),
- c) Dinero en efectivo.

Valor de las Garantías:

El valor total de la garantía que conforma al fideicomiso a los quince días hábiles de emitir cada serie de ON debe ser igual o superior al monto resultante de la sumatoria de las ONs circulantes en el mercado de valores emitidas en series anteriores y las ONs emitidas en la nueva que se emita.

A partir de los quince días hábiles de la emisión de cada serie obligaciones negociables y durante toda la Emisión el Fideicomiso de Garantía deberá mantenerse una relación entre los Inmuebles, Créditos a Cobrar y dinero y el saldo adeudado del capital por la Emisión de las ON de cada serie equivalente a 1 (la Relación) o superior. La Relación se calcula tomándose el valor de los Inmuebles al 85% de su valor de tasación, los Créditos a Cobrar al 90% del mismo y el dinero en efectivo al 100%. El valor del Patrimonio Fiduciario conforme a los criterios de valuación deberá tener en todo momento una relación de por lo menos uno a uno con el saldo adeudado de capital. En el caso que los Inmuebles, Créditos por Cobrar y dinero en efectivo no sean suficientes para mantener la Relación al momento de la Fecha de Integración el Emisor tendrá 15 días hábiles para lograrlo y se mantendrá en el Fideicomiso de Garantía hasta que el Emisor decida sustituirlo por otros bienes que sean transferidos en garantía, este criterio aplica a los casos en que se emitan nuevas series de ONs, en este caso el Emisor tendrá 15 días hábiles a partir del Día de la Emisión para lograr la Relación. Cada serie tendrá determinado en el Fideicomiso de Garantía cuales son los bienes y derechos que lo garantizan debiéndose mantener la Relación para cada una de las series de ON.

Sustitución de Garantías:

El Emisor se reserva el derecho a sustituir, total o parcialmente los activos cedidos al fideicomiso. Dicha sustitución se llevará a cabo siempre y cuando se mantenga la Relación para cada serie.

Reducción de Garantías:

El Emisor se reserva el derecho a reducir la garantía afectada al Fideicomiso de Garantía en los casos que los bienes, crédito o dinero incorporados al Fideicomiso de Garantía excedan la Relación. Dicha reducción no podrá realizarse de un modo tal de que el valor de la garantía afectada sea menor al saldo adeudado de capital, según las ponderaciones mencionadas anteriormente.

Covenants/Condiciones

1. Nuevas Inversiones: El Emisor se abstendrá de realizar nuevas inversiones extrañas a su giro principal, es decir, de desarrollo de proyectos inmobiliarios y actividades conexas

y/o de apoyo, no considerándose como inversiones extrañas al giro principal, por ejemplo y únicamente a título enunciativo, desarrollos inmobiliarios y construcción de edificios de propiedad horizontal, casas, condohoteles, y edificios de oficinas. La limitación aquí impuesta no regirá en caso de autorización expresa y por escrito de los Obligacionistas o sus representantes.

2. Asociación con Accionistas directos e indirectos: El Emisor no podrá asociarse para realizar ningún tipo de actividad establecida en su plan de negocios con su accionista directo, o con cualquiera de sus accionistas indirectos.
3. Límite al otorgamiento de fianzas solidarias futuras: El Emisor podrá otorgar fianzas solidarias, siempre y cuando sean realizables una vez que se haya amortizado el total de la emisión, siempre que la misma cuente con el voto conforme de dos o más Obligacionistas que representen más del 75% del monto de capital adeudado por la emisión de ON al momento de que se trate.

4. Dividendos: Para poder hacer efectiva la distribución de dividendos, el Emisor deberá cumplir con las siguientes condiciones:

- a. El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo en el año 2023 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2022.
- b. El Emisor no podrá distribuir dividendos en efectivo, ni provisionales, ni definitivos, durante el ejercicio 2024, 2025 y 2026 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2023, 2024 y 2025.
- c. El Emisor podrá distribuir dividendos en el año 2027 hasta un máximo de USD 1.500.000 en efectivo de los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2026 siempre y cuando cumpla con el ratio: Prueba Acida Menor, definido como ((Activo Corriente – Bienes de Cambio Corrientes)/Pasivo Corriente), mayor a 1 al cierre del ejercicio económico, según estados contables auditados, expresados en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo a las normas contables adecuadas en Uruguay, debiendo el Auditor Externo del Emisor acreditar el cumplimiento de este ratio.
- d. El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo a partir del año 2028, luego de finalizado el periodo de gracia de capital, sin límite de monto si cumple con los siguientes ratios antes y luego de realizada la distribución:

- i. **Endeudamiento I, definido como: Deuda Financiera Total/Total Activo inferior o igual a 60%.**

A los efectos del cálculo del referido ratio, se consideraran el Total de las Deudas Financieras dividido el Total de Activos. Para dicho cálculo se tomarán en consideración los Estados Contables Auditados del Emisor al cierre de cada ejercicio expresado en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo con las normas contables adecuadas en Uruguay, con excepción de los Bienes de Cambio que surgen de la valuación independiente anual.

- ii. **Endeudamiento II, definido como: Deuda Financiera Total/EBITDA inferior o igual a 4,5.**

A los efectos del cálculo del referido ratio, se deberán considerar el Total de las Deudas Financieras dividido EBITDA (Resultado antes de Impuesto a la Renta, Depreciación, Amortización e Intereses) al cierre de cada ejercicio (año "t") que surjan de los Estados Contables Auditados del Emisor, expresados en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo a las a las normas contables adecuadas en Uruguay.

- iii. **Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda mayor o igual a 1,30.**

A los efectos del cálculo del referido ratio, se deberán considerar la suma de EBITDA (Resultado antes de Impuesto a la Renta, Depreciación, Amortización e Intereses) al cierre de cada ejercicio (año "t") y la porción de los Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles ("Cuentas por Cobrar") con

vencimiento en el año subsiguiente “t+1”, que surjan de los Estados Contables Consolidados Auditados del Emisor, expresados en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo a las normas contables adecuadas en Uruguay, dividido la sumatoria de Amortización de Capital y Pago de Intereses sobre la deuda financiera total de la Empresa correspondiente al año “t+1”.

iv. Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda = (EBITDA t + Ctas x Cobrar t+1) / (Capital Deuda Fin t+1 + Int Deuda Fin t+1) >= 1,30

Ratio de prueba ácida menor mayor a 1 al cierre de ejercicio económico.

Prueba Ácida Menor = ((Activo Corriente - Bienes de Cambio Corrientes) / Pasivo Corriente) > 1

Para el cálculo de dicho ratio se tomarán en consideración los Estados Contables Auditados del Emisor al cierre de cada ejercicio económico, preparados de acuerdo a las normas contables adecuadas en Uruguay.

Este compromiso de no distribución se limita a las utilidades que excedan el dividendo mínimo obligatorio del 20% según el art. 320 de la Ley 16.060 o queda supeditado a la conformidad de los accionistas que representan por lo menos el 75% (setenta y cinco por ciento) del capital social, mediante resolución fundada y opinión favorable del Comité de Auditoría y Vigilancia, este extremo será analizado anualmente por Asamblea Ordinaria General de la sociedad.

5. Titularidad de Acciones: Los accionistas actuales del Emisor no podrán enajenar sus acciones durante la vigencia de la emisión en ningún caso en virtud de que las transferencias signifiquen un cambio de control de la sociedad.

Rescate anticipado

El Emisor podrá optar por rescatar anticipadamente la totalidad o parte de las Obligaciones Negociables (capital e intereses devengados hasta la fecha del rescate). Para ejercer la referida opción, el Emisor deberá notificar a las instituciones descriptas precedentemente con un plazo no menor a 60 días corridos del Día de Pago de Intereses o Día de Pago de Capital e Intereses que se trate, no pudiendo hacerlo antes del sexto año de la emisión. El Emisor podrá realizar rescates parciales por un mínimo de USD 1 millón.

Obligaciones Negociables Serie II por hasta USD 40 millones

La compañía emitió Obligaciones Negociables Serie I por un valor de hasta USD 40 millones, denominadas en dólares estadounidenses, con vencimiento el séptimo año desde la emisión, y amortización en dos pagos anuales y consecutivos a partir del sexto año de la emisión. Dichas ON se utilizarán para financiar la compra de lotes y los costos de construcción.

Las ON devengarán una tasa de interés sobre el capital no amortizado equivalente a 8,25%, pagaderos en forma semestral.

Las ON serán emitidas bajo el programa de Obligaciones Negociables de Oferta Pública No Convertibles en Acciones por un valor de hasta USD 100 millones, bajo la legislación de la República Oriental del Uruguay.

Garantías de la emisión

En garantía del pago de los importes adeudados bajo las ON se constituirá el “Fideicomiso de Garantía Tahona Desarrollos”, sobre el cual el Emisor transferirá los siguientes activos:

- d) Inmuebles (Tierra),
- e) Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles (“Cuentas por Cobrar”),
- f) Dinero en efectivo.

Valor de las Garantías:

El valor total de la garantía que conforma al fideicomiso a los quince días hábiles de emitir cada serie de ON debe ser igual o superior al monto resultante de la sumatoria de las ONs

circulantes en el mercado de valores emitidas en series anteriores y las ONs emitidas en la nueva que se emita.

A partir de los quince días hábiles de la emisión de cada serie obligaciones negociables y durante toda la Emisión el Fideicomiso de Garantía deberá mantenerse una relación entre los Inmuebles, Créditos a Cobrar y dinero y el saldo adeudado del capital por la Emisión de las ON de cada serie equivalente a 1 (la Relación) o superior. La Relación se calcula tomándose el valor de los Inmuebles al 85% de su valor de tasación, los Créditos a Cobrar al 90% del mismo y el dinero en efectivo al 100%. El valor del Patrimonio Fiduciario conforme a los criterios de valuación deberá tener en todo momento una relación de por lo menos uno a uno con el saldo adeudado de capital. En el caso que los Inmuebles, Créditos por Cobrar y dinero en efectivo no sean suficientes para mantener la Relación al momento de la Fecha de Integración el Emisor tendrá 15 días hábiles para lograrlo y se mantendrá en el Fideicomiso de Garantía hasta que el Emisor decida sustituirlo por otros bienes que sean transferidos en garantía, este criterio aplica a los casos en que se emitan nuevas series de ONs, en este caso el Emisor tendrá 15 días hábiles a partir del Día de la Emisión para lograr la Relación. Cada serie tendrá determinado en el Fideicomiso de Garantía cuales son los bienes y derechos que lo garantizan debiéndose mantener la Relación para cada una de las series de ON.

Sustitución de Garantías:

El Emisor se reserva el derecho a sustituir, total o parcialmente los activos cedidos al fideicomiso. Dicha sustitución se llevará a cabo siempre y cuando se mantenga la Relación para cada serie.

Reducción de Garantías:

El Emisor se reserva el derecho a reducir la garantía afectada al Fideicomiso de Garantía en los casos que los bienes, crédito o dinero incorporados al Fideicomiso de Garantía excedan la Relación. Dicha reducción no podrá realizarse de un modo tal de que el valor de la garantía afectada sea menor al saldo adeudado de capital, según las ponderaciones mencionadas anteriormente.

Covenants/Condiciones

1. Nuevas Inversiones: El Emisor se abstendrá de realizar inversiones extrañas su giro principal, el cual se define como el desarrollo de proyectos inmobiliarios y actividades conexas y/o de apoyo, no considerándose como inversiones extrañas al giro principal, por ejemplo y únicamente a título enunciativo no taxativo, desarrollos inmobiliarios y construcción de edificios de propiedad horizontal, casas, condohoteles, y edificios de oficinas. La limitación aquí impuesta en cuanto al tipo de inversiones que podrá realizar el Emisor no regirá en caso de autorización expresa y por escrito de los Obligacionistas o sus representantes.
2. Asociación con Accionistas directos e indirectos: El Emisor no podrá asociarse ni generar vínculos contractuales o de cualquier otra especie para realizar cualquier tipo de actividad establecida en su plan de negocios con su accionista directo, o con cualquiera de sus accionistas indirectos.
3. Límite al otorgamiento de fianzas solidarias futuras: El Emisor podrá otorgar fianzas solidarias, siempre y cuando sean realizables una vez que se haya amortizado el total de la emisión o siempre que la misma cuente con el voto conforme de dos o más Obligacionistas que representen más del 75% (setenta y cinco por ciento) del monto de capital adeudado por la emisión de Obligaciones Negociables al momento de que se trate.
4. Dividendos: Para poder hacer efectiva la distribución de dividendos, el Emisor deberá cumplir con las siguientes condiciones:
 - a. El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo en el año 2023 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2022.
 - b. El Emisor no podrá distribuir dividendos en efectivo, ni provisionales, ni definitivos, durante el ejercicio 2024, 2025 y 2026 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2023, 2024 y 2025.

c. El Emisor podrá distribuir dividendos en el año 2027 hasta un máximo de USD 1.500.000 en efectivo de los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2026 siempre y cuando cumpla con el ratio: Prueba Ácida Menor, definido como $((\text{Activo Corriente} - \text{Bienes de Cambio Corrientes}) / \text{Pasivo Corriente})$, mayor a 1 al cierre del ejercicio económico, según estados contables auditados, expresados en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo a las normas contables adecuadas en Uruguay, debiendo el Auditor Externo del Emisor acreditar el cumplimiento de este ratio.

d. El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo a partir del año 2028, luego de finalizado el periodo de gracia de capital, sin límite de monto si cumple con los siguientes ratios antes y luego de realizada la distribución:

i. **Endeudamiento I, definido como: Deuda Financiera Total/Total Activo inferior o igual a 60%.**

A los efectos del cálculo del referido ratio, se consideraran el Total de las Deudas Financieras dividido el Total de Activos. Para dicho cálculo se tomarán en consideración los Estados Contables Auditados del Emisor al cierre de cada ejercicio expresado en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo con las normas contables adecuadas en Uruguay, con excepción de los Bienes de Cambio que surgen de la valuación independiente anual.

ii. **Endeudamiento II, definido como: Deuda Financiera Total/EBITDA inferior o igual a 4,5.**

A los efectos del cálculo del referido ratio, se deberán considerar el Total de las Deudas Financieras dividido EBITDA (Resultado antes de Impuesto a la Renta, Depreciación, Amortización e Intereses) al cierre de cada ejercicio (año "t") que surjan de los Estados Contables Auditados del Emisor, expresados en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo a las a las normas contables adecuadas en Uruguay.

iii. **Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda mayor o igual a 1,30.**

A los efectos del cálculo del referido ratio, se deberán considerar la suma de EBITDA (Resultado antes de Impuesto a la Renta, Depreciación, Amortización e Intereses) al cierre de cada ejercicio (año "t") y la porción de los Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles ("Cuentas por Cobrar") con vencimiento en al año subsiguiente "t+1", que surjan de los Estados Contables Consolidados Auditados del Emisor, expresados en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo a las a las normas contables adecuadas en Uruguay, dividido la sumatoria de Amortización de Capital y Pago de Intereses sobre la deuda financiera total de la Empresa correspondiente al año "t+1".

iv. **Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda = $(\text{EBITDA } t + \text{Ctas } x \text{ Cobrar } t+1) / (\text{Capital Deuda Fin } t+1 + \text{Int Deuda Fin } t+1) \geq 1,30$**

Ratio de prueba ácida menor mayor a 1 al cierre de ejercicio económico.

Prueba Ácida Menor = $((\text{Activo Corriente} - \text{Bienes de Cambio Corrientes}) / \text{Pasivo Corriente}) > 1$

Para el cálculo de dicho ratio se tomarán en consideración los Estados Contables Auditados del Emisor al cierre de cada ejercicio económico, preparados de acuerdo a las normas contables adecuadas en Uruguay.

Este compromiso de no distribución se limita a las utilidades que excedan el dividendo mínimo obligatorio del 20% según el art. 320 de la Ley 16.060 o queda supeditado a la conformidad de los accionistas que representan por lo menos el 75% (setenta y cinco por ciento) del capital social, mediante resolución fundada y opinión favorable del Comité de Auditoría y Vigilancia, este extremo será analizado anualmente por Asamblea Ordinaria General de la sociedad.

5. Titularidad de Acciones: Los accionistas actuales del Emisor no podrán enajenar sus acciones durante la vigencia de la emisión en ningún caso en virtud de que las transferencias signifiquen un cambio de control de la sociedad.

Rescate anticipado

El Emisor podrá optar por rescatar anticipadamente la totalidad o parte de las Obligaciones Negociables (capital e intereses devengados hasta la fecha del rescate). Para ejercer la referida opción, el Emisor deberá notificar a las instituciones descriptas precedentemente con un plazo no menor a 60 días corridos del Día de Pago de Intereses o Día de Pago de Capital e Intereses que se trate, no pudiendo hacerlo antes del sexto año de la emisión. El Emisor podrá realizar rescates parciales por un mínimo de USD 1 millón.

Anexo IV – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **28 de abril de 2025**, confirmó en **Categoría BBB+(uy)**, **Perspectiva Estable**, a la calificación de Emisor de Largo Plazo de **La Tahona Desarrollos S.A.**. Asimismo, se confirmó en **Categoría BBB+(uy)**, **Perspectiva Estable**, a los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Serie I por hasta USD 21 millones.
- Obligaciones Negociables Serie II por hasta USD 40 millones

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 sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

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

Fuentes

- Balances anuales y trimestrales generales auditados hasta el 31/12/2024 (12 meses).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Grant Thornton.
- Información de gestión suministrada por la compañía (Proyecciones financieras, estudio de mercado realizado por Berenzstein, presupuesto detallado de construcción, tasación de los lotes, etc).
- Borradores del Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables y Suplemento de Obligaciones Negociables Serie II por hasta USD 40 millones, enviados en privado por la compañía con fecha 28 de agosto de 2024.

Criterios Relacionados

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


Lisandro Sabarino
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA


GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
CEN 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 calificador-, 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 disseminación 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.