

## Runtuna S.A.

### Informe de Actualización

#### Calificaciones

Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta US\$ 8 millones BBB+(uy)

Perspectiva Estable

#### Resumen Financiero

	6M 30/06/14	12M 31/12/13
Total Activos (US\$ miles)	20.076	20.723
Total Deuda Financiera (US\$ miles)	7.878	8.087
Ingresos (US\$ miles)	2.383	9.128
EBITDA* (US\$ miles)	314	3.849
Deuda/ EBITDA	12.5	2.1
Flujo de caja operativo -FCO (US\$ miles)	1.221	3.581
EBITDA/Intereses	1.0	5.7

\*El EBITDA está afectado por el método de contabilización de las ventas, las cuales se reconocen cuando se entregan las unidades.

#### Informes relacionados

[Manual de calificación registrado ante el BCU.](#)

#### Analistas

Frank Medrisch  
5411 5235 8125  
[frank.medrisch@fixscr.com](mailto:frank.medrisch@fixscr.com)

Gabriela Catri  
5411 5235 8129  
[gabriela.catri@fixscr.com](mailto:gabriela.catri@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Madurez del negocio:** La calificación contempla la madurez del negocio de Runtuna, lo cual le adiciona mayor previsibilidad a la capacidad de pago de sus compromisos financieros. En los dos últimos ejercicios la compañía mostró un importante nivel de operaciones de venta y un crecimiento de su flujo de fondos operativo. Esto le permitió constituir una cartera de créditos por cobrar de US\$ 7.3 MM, que le permite cubrir la mayor parte de los servicios de deuda (capital e intereses) de las ON.

**Necesidad de renovar el portafolio de proyectos:** En los últimos años, la compañía ha logrado vender rápida y exitosamente los lotes de sus principales proyectos. En el corriente año, se observa una desaceleración en la firma de boletos y entrega de unidades en los proyectos más maduros como Altos de la Tahona y Viñedos de la Tahona. La cantidad de operaciones cerradas a sep'14 fue de US\$ 2.6 MM, reflejando una caída con respecto al nivel de ventas contractuales del año 2013, cuando alcanzaron los US\$ 7.5 MM. Sin embargo, la compañía cuenta con importantes planes en desarrollo, entre los que se destacan los barrios Lomas de la Tahona II y Chacras II, los cuales se espera que reestablezcan el ritmo de operaciones y contribuyan al crecimiento de la cartera de créditos.

**Fundamentos positivos del plan de negocios:** La calificación considera la experiencia de los sponsors en el desarrollo de clubes de campo, el importante reconocimiento de mercado de los proyectos "La Tahona" y las perspectivas de crecimiento de la demanda de clubes de campo en Uruguay. La estrategia de Runtuna contempló la adquisición de tierras linderas a los proyectos desarrollados para sumar nuevos barrios con una oferta diferenciada, a su vez que se minimizan las inversiones necesarias dado que se aprovecha la infraestructura existente.

**Riesgo de liquidez:** La estructura de las ON Serie I con amortizaciones fijas de capital e intereses frente a un flujo de fondos volátil, genera un riesgo de iliquidez ante un año bajo de ventas. La compañía está expuesta a la ciclicidad del mercado inmobiliario. Como mitigantes se tiene en cuenta la posibilidad de postergar una cuota de capital y la conformación de una cartera de créditos que le permite reducir la dependencia del flujo de fondos a las ventas de un ejercicio.

**Fortaleza de la garantía:** Las ONs se encuentran garantizadas a través de un Fideicomiso al que se ceden inmuebles y/o créditos considerados a un valor de descuento. Al tratarse de lotes disponibles para la venta considerados a un valor de liquidación, el acreedor cuenta con una posibilidad de recupero ante un incumplimiento. Los bienes fideicomitados al 30/09/14 considerados a su valor de descuento, cubrían en 2.97x el saldo de las ON.

#### Sensibilidad de la calificación

Una suba en la calificación podría evaluarse en el caso en que se mantenga el crecimiento del nivel de ventas, se consolide la generación de un flujo de fondos libre positivo sostenible, y continúe aumentando la cartera de créditos de modo de que se incremente la cobertura de los servicios de deuda con el flujo de los mismos. Por el contrario, una baja pronunciada de ventas ante un contexto recesivo, que presione sobre las coberturas de servicios de deuda de Runtuna, o un incremento en el apalancamiento podría derivar en una baja en la calificación.

#### Liquidez y estructura de capital

**Adecuada estructura de capital:** Runtuna posee bienes inmuebles valuados en US\$31.7 MM, según la última tasación de jun'14. FIX observa una relación deuda financiera/valor de inmuebles del 25% a jun'14, el cual asciende al 37% considerando el valor de remate. La deuda financiera a jun'14 ascendió a US\$ 7.9 MM y se compone principalmente del saldo de las ONs por US\$ 5.3 MM y deuda con accionistas y relacionadas por US\$ 1.6 MM. Los lotes disponibles para la venta, medidos a valor libros, cubren más del 100% de la deuda financiera.

## Anexo I. Resumen Financiero

Los índices correspondientes a los Estados Contables cerrados a junio 2014 se han estimado anualizando las cifras semestrales.

### Resumen Financiero - Runtuna S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas	<u>jun-14</u> 6 meses	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>
<b>Rentabilidad</b>						
<b>EBITDA Operativo*</b>	<b>314</b>	<b>3.849</b>	<b>3.875</b>	<b>553</b>	<b>(706)</b>	<b>268</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>13,2</b>	<b>42,2</b>	<b>45,8</b>	<b>12,7</b>	<b>(47,1)</b>	<b>45,5</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	2,2	28,2	20,4	8,9	(4,6)	7,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	20,4	2,0	(4,3)	(25,1)	(424,2)	58,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	12,9	34,5	37,8	(3,4)	(17,0)	30,4
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,6	7,2	4,1	1,5	(1,7)	
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,0	5,7	5,2	0,7	(1,9)	
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	1,5	1,2	0,3	(0,4)	0,1
FGO / Cargos Fijos	0,6	7,2	4,1	1,5	(1,7)	
FFL / Servicio de Deuda	0,7	0,3	0,1	(0,2)	(3,5)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,8	0,5	0,2	0,2	(1,8)	0,3
FCO / Inversiones de Capital	1,7	1,1	0,8	(1,1)	(0,3)	3,8
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	20,0	1,7	2,8	7,4	(15,1)	6,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	12,5	2,1	2,2	15,2	(13,7)	11,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	12,2	2,0	2,1	13,8	(9,5)	9,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,6	8,2	8,8	8,4	5,9	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	1,0
<b>Balance</b>						
Total Activos	20.076	20.723	17.406	14.374	14.701	6.104
Caja e Inversiones Corrientes	246	329	377	733	2.907	681
Deuda Corto Plazo	1.612	1.889	2.400	1.020	1.307	3.035
Deuda Largo Plazo	6.266	6.198	6.032	7.360	8.336	133
<b>Deuda Total</b>	<b>7.878</b>	<b>8.087</b>	<b>8.432</b>	<b>8.380</b>	<b>9.643</b>	<b>3.168</b>
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>7.878</b>	<b>8.087</b>	<b>8.432</b>	<b>8.380</b>	<b>9.643</b>	<b>3.168</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>7.878</b>	<b>8.087</b>	<b>8.432</b>	<b>8.380</b>	<b>9.643</b>	<b>3.168</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>9.644</b>	<b>9.068</b>	<b>6.400</b>	<b>4.367</b>	<b>4.272</b>	<b>2.759</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>17.522</b>	<b>17.155</b>	<b>14.832</b>	<b>12.747</b>	<b>13.915</b>	<b>5.927</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(108)	4.167	2.283	378	(1.018)	469
Variación del Capital de Trabajo	1.329	(586)	(943)	(958)	(342)	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.221	3.581	1.340	(580)	(1.360)	469
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(735)	(3.395)	(1.707)	(510)	(4.999)	(124)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>486</b>	<b>186</b>	<b>(367)</b>	<b>(1.090)</b>	<b>(6.359)</b>	<b>345</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	(40)	(70)	0	(5.161)
Otras Inversiones, Neto	(20)	110	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(209)	(344)	51	(1.256)	6.091	3.169
Variación Neta del Capital	0	0	0	241	2.495	2.328
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>257</b>	<b>(48)</b>	<b>(356)</b>	<b>(2.175)</b>	<b>2.227</b>	<b>681</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>2.383</b>	<b>9.128</b>	<b>8.470</b>	<b>4.346</b>	<b>1.499</b>	<b>589</b>
Variación de Ventas (%)	(57,9)	7,8	94,9	189,9	154,5	
<b>EBIT Operativo</b>	<b>294</b>	<b>3.819</b>	<b>3.853</b>	<b>553</b>	<b>(706)</b>	<b>268</b>
Intereses Financieros Brutos	305	674	742	754	381	0
<b>Resultado Neto</b>	<b>575</b>	<b>2.668</b>	<b>2.033</b>	<b>(148)</b>	<b>(598)</b>	<b>419</b>

\*El EBITDA está afectado por el método de contabilización de las ventas, las cuales se reconocen cuando se entregan las unidades.

## 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

## Anexo III. Características de las Obligaciones Negociables

El 8/07/2010 la compañía emitió Obligaciones Negociables por US\$ 8 MM en el marco de un Programa de US\$ 15 MM. Los fondos se utilizaron en la cancelación del préstamo puente por US\$ 3 millones otorgado por el Nuevo Banco Comercial S.A., y el resto se destinó a ejecutar el plan de obras y pagos contemplado en el Prospecto de Emisión.

El vencimiento es a 8 años de la fecha de emisión, cuenta con dos años de gracia para el pago de capital, el cual se abona a través de cuotas de capital semestrales iguales y consecutivas a pagar entre el 15/12/2012 y el 15/12/2018. Los intereses se pagan semestralmente desde el 15/12/10 a una tasa fija del 7% anual. Al momento de la emisión se reservaron los fondos para el pago de las dos primeras cuotas de intereses. Las Ons cuentan con la garantía de un Fideicomiso de Garantía, un Fideicomiso de Administración que rige la aplicación de los fondos, y una fianza solidaria de las tres compañías operativas subsidiarias de Runtuna S.A.

**Cláusula de diferimiento de capital:** la compañía cuenta con la posibilidad de postergar en forma automática una cuota de capital. Este vencimiento se adicionará a la última cuota de capital prevista, aunque puede cancelarse anticipadamente a opción del emisor. Esta cláusula podrá ser ejercida por una única vez a lo largo de la vida de las ONs y no requiere de ninguna autorización por parte de los obligacionistas o sus representantes. Su ejercicio no supondrá un incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor en el Fideicomiso de Garantía.

Las ONs cuentan con la opción de rescate anticipado a partir del cuarto año de la emisión a un valor de rescate superior al valor nominal estipulado en el prospecto de emisión, el cual varía a medida que se acerca al vencimiento final de los títulos.

### Covenants

- **Endeudamiento.** Ratio de endeudamiento definido como deuda financiera/activos inferior al 65% para 2010 y 2011, y 50% a partir de 2012.
- **Pari Passu.** Las obligaciones asumidas por el emisor estarán en todo momento, cuando menos en un mismo grado de preferencia que las demás deudas financieras no garantizadas contraídas o que contraiga en un futuro el Emisor.
- **Cobertura de Servicio de Deuda.** El emisor deberá mantener un ratio de cobertura de servicio de deuda al cierre de su ejercicio anual que: i) deberá ser mayor o igual a 1,25 para el año 2012, ii) mayor o igual a 1,5 para el año 2013 y iii) mayor o igual a 2 desde el año 2014 hasta el vencimiento.
- **Dividendos.**
  - i) El emisor no podrá distribuir dividendos en efectivo durante el período de gracia de las Obligaciones Negociables.
  - ii) El emisor no deberá pagar dividendos en efectivo que superen el 50% de los resultados acumulados para los ejercicios 2012 y 2013, 60% de los resultados acumulados para los ejercicios 2014 y 2015, y 100% de los resultados acumulados para los ejercicios 2016 y 2017.

Adicionalmente, para poder distribuir dividendos deberá cumplir con determinados ratios específicos de cobertura de deuda y liquidez. Asimismo, para el caso que ejerza la

posibilidad de postergación de una cuota de amortización de capital, el emisor no podrá distribuir dividendos hasta que dicha cuota sea cancelada.

**Fideicomiso de Administración:** está conformado por los fondos de la emisión de ONs, netos de gastos y comisiones, menos US\$ 3 MM que corresponden al pago del préstamo puente, menos los desembolsos solicitados. El objeto del fideicomiso es garantizar que los fondos se apliquen efectiva y exclusivamente a los pagos y a la urbanización de los inmuebles según surge del Plan de Obras y Pagos del Prospecto de Emisión.

El Fiduciario procederá a efectuar cada uno de los desembolsos que le solicite periódicamente Runtuna S.A. siempre y cuando: 1) los fondos ya desembolsados se hayan aplicado según el destino de los fondos específicamente declarado en la solicitud de desembolso correspondiente y de acuerdo al Plan de Obras y Pagos (certificado de Cumplimiento) y han sido destinados al Proyecto; 2) el Desembolso solicitado corresponde al Plan de Obras y Pagos (solicitud de desembolso autorizada por el profesional independiente que corresponda).

A la fecha, la compañía completó el plan de obras por US\$ 4.1 MM

**Fideicomiso de Garantía:** al fideicomiso de Garantía se transfieren los bienes inmuebles y se ceden los créditos para garantizar el pago de las ONs; eventualmente, la garantía podrá estar integrada por dinero y/o por las inversiones de fondos líquidos. La propiedad fiduciaria asegura el cumplimiento y pago puntual de los montos que se adeuden bajo el préstamo puente, y bajo las Obligaciones Negociables. El fiduciario es The Winterbotham Trust Company.

En caso de producirse un evento de incumplimiento, el fiduciario deberá: i) comunicar a los Beneficiarios o sus representantes, ii) no liberar bienes fideicomitados aún cuando se exceda la relación que se debe mantener, iii) continuar recibiendo los créditos cedidos en la cuenta recaudadora, iv) realizar las inversiones permitidas, y v) actuar conforme a lo que dispongan los Beneficiarios a través de la BVM (Bolsa de Valores de Montevideo) en su calidad de Representante de los Obligacionistas.

Una vez que el Fiduciario reciba las instrucciones de los Beneficiarios y/o sus representantes según corresponda, deberá entregar al Agente de Pago los fondos que se encuentren disponibles en las cuentas del Fideicomiso (exceptuando los fondos de la Cuenta de Gastos) para que éste los distribuya entre los Beneficiarios, y posteriormente procederá a la venta de los Inmuebles en caso que los beneficiarios lo dispusieren.

Los Fideicomitentes contarán con 60 días para subsanar el incumplimiento referido en la notificación, cumplido este plazo y mantenida la situación de incumplimiento, se citará exclusivamente a los Beneficiarios a una venta privada con quince días hábiles de anticipación, en la que se podrán compensar Obligaciones Negociables por los inmuebles que integren la garantía.

En caso que los Beneficiarios no opten por ejercer su derecho de compensación o si lo hicieren y si aún hubiere saldo adeudado, el Fiduciario notificará al martillero que haya designado para que proceda a tasar los inmuebles dentro del plazo de cinco días hábiles a contar desde el vencimiento del referido plazo. La venta de los inmuebles por parte del fiduciario se realizará por subasta pública.

Pagos del fideicomiso: 1) pago de cualquier gasto del fideicomiso o para completar la cuenta de gastos; 2) pago de los saldos adeudados bajo el préstamo o las ONs; 3) si existiera remanente el mismo se destinará a los Fideicomitentes.

Relación entre los Bienes Fideicomitados y el Saldo Adeudado: deberá existir en todo momento una relación de uno a uno contabilizando: 1) los inmuebles al 44% de su valuación; 2) los créditos cedidos al 78% de su valor nominal siempre que el adquirente no haya dejado de pagar 3 cuotas consecutivas; 3) dinero en efectivo al 100% y 4) fondos líquidos a su valor de mercado. A jun'14 esta relación ascendía a 2.97x la deuda, y se conformaba en un 83% por inmuebles, un 15% de créditos y el resto en efectivo.

Los Fideicomitentes podrán solicitar al Fiduciario la liberación de parte de los Bienes Fideicomitados y el mismo estará obligado a proceder a la respectiva liberación siempre que el remanente de los Bienes Fideicomitados guarden la Relación, y siempre que en la Cuenta de Pagos y en la Cuenta de Gastos se encuentre el dinero que en ellas se requiere al momento de solicitarse la liberación. Se realizarán Valuaciones de los Inmuebles que

integran los Bienes Fideicomitidos como mínimo una vez al año. En la cuenta de pagos debe aportarse un sexto por mes del importe a pagar por las ONs en el próximo vencimiento.

Agente Organizador: Posadas & Vecino Negocios

Representante de los Obligacionistas y Entidad Registrante: Bolsa de Valores de Montevideo

Agente de Pago: Nuevo Banco Comercial S.A.

Asesor Legal de la Emisión: Posadas, Posadas & Vecino Abogados

Asesor Legal del Emisor: Guyer & Regules

Auditor Contable del Emisor: Grant Thornton

Ley y jurisdicción aplicable: República Oriental del Uruguay

## Anexo III. Dictamen de calificación.

### FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 17 de noviembre de 2014, confirmó en **Categoría BBB+(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta US\$ 8 millones emitidas por **Runtuna S.A.** bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 15 MM. La Perspectiva es Estable.

**CATEGORÍA BBB(uy):** “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

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

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación 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.

El presente Informe Resumido es complementario al Informe Integral de fecha 29 de abril de 2014, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no es Categoría E.

### Fuentes

- Balances generales auditados al 30/06/2014.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Grant Thornton.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables.

**Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación 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 S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros 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 afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A.. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.