

Runtuna S.A.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó en A(uy), Perspectiva Estable, la calificación de Emisor de Largo Plazo de Runtuna S.A. (Runtuna) y de las Obligaciones Negociables (ON) Serie II emitidas por la compañía. La calificación se sustenta ante el portafolio de activos que a junio 2023 estaban valuados en USD 85 millones según estimaciones de la compañía, con deuda por un total de USD 23 millones, resultando en un LTV del 27%. No obstante, existe alta concentración de sus ventas (boletos de reservas) hacia la compañía relacionada La Tahona Inversiones S.A. (LTI), con operaciones cerradas en 2021 y 2022 que representaron el 83% y 85%, respectivamente. Durante los primeros 9 meses de 2023, la totalidad de las operaciones cerradas fueron realizadas con LTI por USD 10,5 millones. Los saldos a cobrar con esa compañía a junio 2023 ascendían a USD 5 millones, representando el 36% del total, presentando LTI un nivel de caja por USD 16 millones a esa fecha, luego de la emisión realizada por USD 40 millones en noviembre de 2021, de la cual Runtuna actúa como garante en condición suspensiva al cumplimiento de las ON.

Deuda contingente: En julio 2021 Runtuna se constituyó en fiadora solidaria e indivisible, lisa y llana pagadora de cualquier obligación presente o futura que asuma LTI, por la emisión de Obligaciones Negociables por hasta USD 80 millones. En diciembre 2021 LTI emitió ON por USD 40 millones con vencimiento final en 2031 y amortización en 7 cuotas anuales y consecutivas a partir del quinto año desde la emisión. De acuerdo a lo manifestado por el emisor, no tendría incidencia en los actuales covenants del fideicomiso en garantía de las ON Serie II vigente dado que ambas sociedades no se encuentran vinculadas legalmente. Asimismo cabe aclarar que la garantía se encuentra sometida a la condición suspensiva de que Runtuna cancele de forma total el pago del capital e intereses adeudados y haya cumplido con todas sus obligaciones según la emisión pública de las ON convertibles en acciones que fueran emitidas por dicha sociedad el 10 de julio de 2015 bajo la Serie II, contemplando todas las modificaciones que la emisión pueda sufrir, sobre todo en lo que respecta a su plazo. Por lo tanto, la presente fianza entrará en vigencia una vez cumplida la Condición y se mantendrá vigente hasta tanto no se extingan todas las obligaciones asumidas por Runtuna con los tenedores de las mencionadas ON. Adicionalmente, LTI compra activos que Runtuna le vende y por lo tanto parte de esa deuda tendrá como propósito aplicarse parcialmente a la cancelación de esas transacciones. Por todo lo anterior, se considera la deuda de LTI como contingente para Runtuna, en la medida que quede cumplida la condición suspensiva, las que consolidadas a junio 2023 sumaban USD 70 millones (USD 23,2 millones propia de Runtuna y USD 46,8 millones de LTI), con ratio de deuda neta a EBITDA de 44,2x. Asimismo, LTI presentaba otros activos por USD 48 millones a junio 2023 (sin considerar caja).

Sólida cartera de activos y avanzado desarrollo de sus proyectos: La calificación contempla la trayectoria comercial y operativa de Runtuna, el avanzado grado de desarrollo de sus proyectos, su plan de expansión y comercialización soportado por la revalorización de tierras en el mediano plazo. La compañía posee 383.088 m2 comercializables cercanos a Montevideo, que a precios actuales según estimación de la compañía representan activos por alrededor de USD 85 millones. La ubicación estratégica y los bajos precios de los proyectos en relación a otros barrios que son competencia, son factores que permiten comercializar sus proyectos con relativa rapidez. Al tratarse de barrios, los proyectos pueden venderse por etapas en función de la demanda, lo que otorga flexibilidad al presupuesto de inversiones. Asimismo, el ciclo de entrega de las unidades es relativamente corto estimado en 9 y 15 meses, por lo que la compañía puede valorizar rápidamente sus activos. A septiembre 2023 se cerraron operaciones de venta

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	A(uy)
ON Serie II por hasta por USD 20 millones	A(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Runtuna S.A.		
Consolidado	30/06/23	31/12/22
(USD miles)	Año Móvil	12 meses
Total Activos	55.922	57.800
Deuda Financiera	23.195	23.085
Ingresos	4.261	4.829
EBITDA	1.217	1.638
EBITDA (%)	28,6	33,9
Deuda Total / EBITDA (x)	19,1	14,1
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	18,9	13,9
EBITDA/Intereses (x)	0,8	1,1

* El EBITDA está afectado por el método de contabilización de las ventas, las cuales se reconocen cuando se entregan las unidades en los lotes y según el avance de obra en los PH.

Criterios Relacionados

[Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay. Disponible en \[www.bcu.gub.uy\]\(http://www.bcu.gub.uy\)](#)

Analistas



Analista Principal
Lisandro Sabarino
Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
+54 11 5235 8171



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



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

(boletos de reservas) con LTI por 5 unidades que representaron un monto de USD 10,5 millones, en línea con el promedio de los últimos 11 años (USD 9,2 millones).

Alta concentración ventas y cuentas por cobrar: Del total de operaciones de venta (boletos de reservas) cerradas en 2021, 2022 y 2023 (6 meses) por un monto total de USD 31,8 millones, USD 27,3 millones fueron destinadas a la sociedad relacionada La Tahona Inversiones S.A. (LTI), representando las ventas a LTI el 85% de las ventas de la compañía. Los créditos por cobrar con esa sociedad ascienden a USD 5 millones, representando el 36% del total a junio 2023.

Activos brindan soporte al financiamiento: A junio 2023 la deuda de Runtuna ascendió a USD 23,2 millones (vs. USD 23,1 millones en diciembre 2022). El ratio de Loan to Value (LTV) resultó en 27% y el ratio de (EBITDA + créditos por cobrar corrientes) / Servicio de Deuda en 1,0x. El 100% del endeudamiento financiero se encuentra garantizado o con hipotecas o cesión de cuentas por cobrar. Los activos podrían brindar soporte para endeudamiento adicional o refinanciación. A junio 2023 Runtuna contaba con una ajustada liquidez de 0,2x (EBITDA + Disponibilidades / Deuda corriente), aunque se destaca que las cuentas por cobrar corrientes a junio 2023 son elevadas y ascienden a USD 7,6 millones, de los cuales USD 5 son con la sociedad relacionada LTI.

Garantías: Las ON se encuentran garantizadas a través de Fideicomisos al que se ceden inmuebles y/o créditos considerados a un valor de descuento. FIX no otorga fortaleza adicional a las ON Serie II por su paquete de garantía, dado una composición de inmuebles con una mayor proporción de activos de uso exclusivo (Cancha de Golf, Club House, etc.). A junio 2023 el valor de la garantía después del descuento era de USD 25,4 millones, cubriendo en un 204% el valor de la deuda, con créditos por cobrar en 2023 por contratos cedidos al fideicomiso por USD 6,2 millones, según información de gestión a junio 2023.

Sensibilidad de la calificación

FIX no espera mejoras en la calificación en los próximos dos años. Una baja podría darse ante una caída fuerte de los niveles de ventas en un escenario recesivo, que ponga presión sobre la liquidez, no acompañada por un freno en el nivel de inversiones. Asimismo la calificación podría verse afectada a la baja en caso de emisión de deuda incremental, tanto por parte de Runtuna como así también de La Tahona Inversiones S.A. como consecuencia de estar garantizada por la primera hasta el monto de USD 40 millones.

Liquidez y Estructura de Capital

Relativa flexibilidad financiera: A junio 2023 la caja y equivalentes alcanzaban los USD 0,1 millones. En julio 2023 la compañía realizó el pago correspondiente a la tercera amortización anual de capital (de cinco) e interés por cerca de USD 4,4 millones por las ON Serie II. Asimismo, renegoció el vencimiento de las ON privada por USD 6 millones de capital que tenía vencimiento en septiembre 2022, estirándolo a septiembre 2025. No obstante, las cuotas por cobrar representan USD 17,3 millones, sumado a las líneas de crédito disponibles con bancos. La liquidez podría verse presionada en el corto plazo de no monetizar nuevas ventas en forma significativa hasta el próximo vencimiento de deuda en julio 2024. De todas formas, la compañía tiene flexibilidad para 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.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Runtuna S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas						
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	Jun-2023	2022	2021	2020	2019
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	1.217	(1.298)	1.638	8.289	3.177	2.801
Margen de EBITDA	28,6	(891,8)	33,9	44,6	48,1	39,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(0,4)	(1,0)	3,0	11,1	7,8	6,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	30,5	542,2	114,8	29,1	13,5	(48,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	1,4	(9,1)	1,7	22,8	6,0	(2,5)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	(0,3)	(1,1)	1,7	6,3	2,0	1,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,8	(1,6)	1,1	4,8	1,7	1,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,1	(0,2)	0,2	0,5	0,3	0,5
FGO / Cargos Fijos	(0,3)	(1,1)	1,7	6,3	2,0	1,7
FFL / Servicio de Deuda	0,3	0,4	0,8	0,4	0,3	(0,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	0,4	0,9	0,5	0,3	0,2
FCO / Inversiones de Capital	3,1	3,2	5,8	3,4	1,6	0,0
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	(180,5)	(38,5)	25,9	7,0	8,1	11,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	19,1	(8,9)	14,1	3,4	9,7	11,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	18,9	(8,9)	13,9	3,2	9,6	10,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	57,2	(26,8)	42,6	9,2	9,7	11,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	29,4	(26,8)	42,4	9,0	9,6	10,5
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	5,6	7,1	6,2	5,7	6,0	5,5
Balance						
Total Activos	55.922	55.922	57.800	63.419	59.669	50.246
Caja e Inversiones Corrientes	129	129	266	1.705	478	2.951
Deuda Corto Plazo	7.195	7.195	7.085	14.514	7.764	3.486
Deuda Largo Plazo	16.000	16.000	16.000	14.000	23.211	28.949
Deuda Total	23.195	23.195	23.085	28.514	30.975	32.435
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	23.195	23.195	23.085	28.514	30.975	32.435
Deuda Fuera de Balance	46.423	46.423	46.687	48.000	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	69.618	69.618	69.772	76.515	30.975	32.435
Total Patrimonio	19.403	19.403	21.200	21.842	18.216	9.846
Total Capital Ajustado	89.021	89.021	90.973	98.357	49.191	42.281
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(1.911)	(1.725)	1.141	9.165	1.918	1.172
Variación del Capital de Trabajo	5.152	2.979	6.778	(1.345)	412	(1.167)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	3.241	1.254	7.919	7.820	2.330	5
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.029)	(391)	(1.377)	(2.288)	(1.435)	(3.480)
Dividendos	(914)	(73)	(1.000)	(120)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.298	789	5.542	5.412	894	(3.475)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(217)	(217)	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(5.551)	(710)	(6.980)	(4.185)	(3.367)	6.059
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0

Variación de Caja	(4.470)	(137)	(1.439)	1.227	(2.473)	2.584
Estado de Resultados						
Ventas Netas	4.261	146	4.829	18.589	6.610	7.122
Variación de Ventas (%)	(36)	(79,6)	576,7	181,2	(7,2)	(14,9)
EBIT Operativo	1.066	(1.377)	1.492	8.169	3.098	2.700
Intereses Financieros Brutos	1.525	820	1.551	1.724	1.907	1.647
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	255	(922)	358	4.326	720	(258)

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 del Instrumento

Obligaciones Negociables Serie II por hasta US\$ 20 millones

El 10 de julio 2015 la compañía emitió Obligaciones Negociables Convertibles en acciones Serie 2 por un valor de U\$S 20 millones. Dichas ON se utilizaron para canjear parte de las ON Serie 1 por U\$S 3,3 millones, cancelar el saldo de las ON Serie 1 por US\$ 0,725 millones y el remanente (aproximadamente U\$S 16 millones) se va utilizar para el plan de obras contemplados en el prospecto de emisión.

El vencimiento es a 10 años desde la fecha de emisión, con cinco años de gracia para los vencimientos de capital. Los vencimientos de capital se pagarán en cinco pagos anuales de equivalentes entre los años 2021 y 2025.

Las ON devengan una tasa de interés equivalente a la tasa LIBOR de 180 días más un margen de 325 puntos básicos. Los pagos de intereses se realizarán semestralmente a partir de los seis meses desde la fecha de emisión inclusive.

Los títulos incorporarán una opción de conversión en acciones ordinarias de la compañía, a partir del año 5 desde la fecha de emisión. El ratio de conversión se establece en 1.518 (mil quinientas diez y ocho) acciones por cada título a emitir.

El ratio de conversión establece a priori las condiciones económicas que enfrentará el emisor al momento de ejercer la opción de conversión. Bajo el supuesto de emitirse títulos por el monto máximo de U\$S 20 millones y en caso que el 100% de los tenedores de títulos ejerzan la opción de convertir, la participación final en la Compañía que obtendrán dichos inversores será del 23,5% del capital accionario. Ello representa una valuación implícita de la empresa post – conversión de U\$S 85,2 millones. En caso que el porcentaje de tenedores que ejerzan la opción de convertir sea menor al 100% y/o que el monto total emitido sea menor al monto máximo establecido, la participación de los inversores en el capital post – conversión se reducirá de forma proporcional.

En caso de que Runtuna lleve a cabo uno o varios aumentos de su capital integrado entre la fecha de emisión de las Obligaciones Negociables Convertibles y el Período de Conversión, el Emisor adecuará el Ratio de Conversión de una forma tal que las acciones sujetas a conversión, representen el 23,5% del capital accionario.

Garantías de la emisión

En garantía del pago de los importes adeudados bajo las Obligaciones Negociables Convertibles se constituirá el “Fideicomiso de Garantía Runtuna”, sobre el cual el Emisor transferirá los siguientes activos:

- a) Inmuebles (Tierra),
- b) Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles (“Cuentas por Cobrar”),

Valor de las Garantías al 31/12/2022:

El valor total de los activos cedidos al fideicomiso alcanzan los USD 24,5 millones. De esta forma, la garantía en Inmuebles y Cuentas por Cobrar representa el 198% del monto adeudado a dicha fecha.

Sustitución de Garantías:

Runtuna se reserva el derecho a sustituir, total o parcialmente los activos cedidos al fideicomiso. Dicha sustitución se llevará a cabo a través de una ponderación en el valor de tales activos, tomándose los Inmuebles al 70% (setenta por ciento) de su valor de tasación, las Cuentas por Cobrar al 80% (ochenta por ciento) del mismo y el dinero en efectivo al 100% (cien por ciento). La sumatoria de los bienes fideicomitados conforme los criterios de valuación antedichos deberán tener en todo momento una relación de por lo menos uno a uno con el saldo adeudado.

Adecuación de Garantías:

Runtuna se reserva el derecho a adecuar la garantía afectada al Fideicomiso de Garantía luego de realizada cualquier amortización. Dicha adecuación no podrá realizarse de un modo tal que el valor de la garantía afectada sea menor al capital pendiente de amortizar, según las ponderaciones mencionadas anteriormente. Asimismo, y para valuar los Inmuebles, se tomará la última valuación realizada al momento de solicitarse la adecuación referida.

Covenants/Condiciones

- Endeudamiento. Ratio de endeudamiento definido como deuda financiera/activos inferior al 65% hasta 2019 inclusive y 55% a partir de 2020.
- 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 2015, ii) mayor o igual a 1,25 para el año 2016 al 2020 inclusive y iii) mayor o igual a 1,5 desde el año 2021 hasta el vencimiento.
- Dividendos. Para poder hacer efectiva la distribución de dividendos, el Emisor deberá cumplir con las siguientes condiciones:
 - I. El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo en el año 2015 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2014.
 - II. El Emisor no podrá distribuir dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, durante los ejercicios 2016 y 2017.
 - III. El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 30% (treinta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2018.
 - IV. El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 40% (cuarenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2019.
 - V. El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 50% (cincuenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2020.
 - VI. El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 60% (sesenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2021.

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.

- Organizador: Posadas & Vecino Negocios S.R.L.
- Asesor Legal: Estudio Posadas, Posadas & Vecino
- Agente de Registro: Bolsa de Valores de Montevideo.
- Agente de Pago: Bolsa de Valores de Montevideo.
- Representante de Obligacionistas: Bolsa de Valores de Montevideo.
- Fiduciario del Fideicomiso de Garantía: Fiduciaria Posadas & Vecino.
- Underwriter de la emisión: Puente Corredor de Bolsa S.A.
- Auditor Contable del Emisor: Grant Thornton
- Ley y jurisdicción aplicable: República Oriental del Uruguay.

Anexo IV – Dictamen de Calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **30 de octubre de 2023**, confirmó* en **Categoría A(uy)** a la calificación de Emisor y a las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta USD 20 millones emitidas por **Runtuna S.A.**

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.

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

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 28 de abril de 2023, disponible en www.fixscr.com 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.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

- Balances anuales generales auditados hasta el 31/12/2022.
- Balances intermedios auditados hasta el 30/06/2023.
- 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.
- Suplemento de Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta U\$S 20 millones.

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.
SCR AFILIADA A FITCH RATINGS

MARÍA CECILIA MINGULLÓN
FIX SCR S.A.
SCR 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 calificadoras, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A. (www.fixscr.com) Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación. La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o 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.