

Tonosol S.A.

Factores relevantes de la Calificación

Suba de Calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX – sube la calificación de Emisor de Largo Plazo de Tonosol S.A. a BBB(uy) con Perspectiva Estable desde CC(uy). Adicionalmente, FIX subió la calificación de las ON Serie I a BBB+(uy) desde CC(uy), debido a los cambios en la garantía aceptados por los obligacionistas el 10 de Diciembre de 2020. La mejora en la calificación toma en cuenta la compra por parte de White Elephant Properties Limited de las acciones de la compañía, la cual tiene como estrategia la reconversión del ex Hotel Sheraton Montevideo en un nuevo espacio de alquiler de oficinas, lo cual le permitirá agregar mayor estabilidad a los flujos de la compañía a través del negocio de bienes raíces teniendo una contribución proyectada de casi la mitad del EBITDA consolidado de Tonosol para los próximos años. Además se destaca el buen gerenciamiento del segmento hotelero, con el mantenimiento de métricas de eficiencia superiores a las de sus competidores, en un marco de poca demanda turística en Uruguay.

Venta del 100% de las acciones de Tonosol S.A.: White Elephant Properties Limited se convirtió en el controlante del 100% de las acciones de Tonosol S.A. desde el 15 de diciembre de 2020. El comprador tiene experiencia en el manejo, reconfiguración y explotación comercial de espacios en Montevideo y decidió mantener el negocio del Hotel Aloft, el cual seguirá siendo operado por Marriott International. Asimismo, Tonosol y el grupo Sinergia concretaron la firma de un contrato para arrendar la totalidad del inmueble en el que hasta diciembre 2020 funcionó el Hotel Sheraton, que será transformado en oficinas y alquiladas a terceros.

Nuevo segmento de negocios para Tonosol: Luego de la compra el nuevo propietario tomó la decisión estratégica de reconvertir el Hotel Sheraton en un espacio de alquiler de oficinas, arrendando la totalidad del edificio a Master Mind S.R.L. (Grupo Sinergia), el cual le agrega un segmento de real estate a Tonosol. FIX estima que dicho segmento le agregará mayor estabilidad en la generación de flujos operativos, debido a la estructura de contratos de largo plazo, la experiencia del Grupo Sinergia en la actividad de alquiler de espacios de oficina y la menor exposición al riesgo de la actividad por arrendar el edificio entero. Por otro lado, el Aloft Hotel seguirá con la actividad hotelera con gerenciamiento de Marriott International manteniendo las condiciones anteriores a la compra.

Reactivación parcial de la actividad hotelera: A mediados de ago-20 la compañía reactivó las actividades del Hotel Aloft Montevideo, siguiendo las medidas sanitarias emitidas por el Ministerio de Turismo establecidas bajo el “protocolo nacional para la reactivación de la actividad turística de hotelería y gastronomía”. FIX monitoreará el nivel de ocupación y tarifas post-pandemia. FIX entiende que con el nivel de actividad actual la compañía no podría operativamente hacer frente a sus obligaciones financieras con fondos operativos y el repago de las mismas durante el periodo 2021-2022 dependerán del buen funcionamiento del fideicomiso de garantía, el cual a la fecha ha venido acumulando correctamente los fondos para el pago en tiempo y forma del servicio de deuda de la ON Serie I.

Riesgos del sector Hotelero superior al promedio: La actividad hotelera posee un perfil de riesgo superior al promedio, debido a la naturaleza discrecional de la demanda, en gran medida condicionada por el entorno macroeconómico, lo que ha contribuido a una marcada ciclicidad del sector. Los viajes por negocios y placer son las dos fuentes principales de la demanda hotelera. Debido a los efectos provocados por la Pandemia a nivel mundial, FIX espera que la actividad turística sea una de las más afectadas y cuya reactivación sea más lenta, ya que cualquier resurgimiento de brotes a nivel global podrían generar nuevas restricciones a viajes a nivel internacional y/o doméstico, caída de la actividad a nivel mundial y el consecuente incremento en el desempleo e ingresos disponibles.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

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

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Tonosol S.A.		
Consolidado (USD miles)	31/12/2020 12 meses	31/12/2019 12 meses
Total Activos	42.867	45.495
Deuda Financiera	20.054	20.040
Ingresos	3.260	11.085
EBITDA	-2.411	1.395
EBITDA (%)	-73,9	12,6
Deuda Total/ EBITDA	-10,5	16,5
Deuda Neta Total/ EBITDA	-7,7	13,6
EBITDA / Intereses	-1,8	1,0

Criterios Relacionados

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

Analistas



Analista Principal
 Candido Pérez
 Analista
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



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



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

Externalidades positivas por formar parte de la marca Sinergia: Con la reconversión del Sheraton, este edificio pasará a formar parte del portafolio de activos que gerencia el Grupo Sinergia, formado desde 2014, el cual cuenta con una amplia gama de servicios, que van desde los contenidos educacionales hasta los negocios de Flex office y Co living, y conocimiento en el diseño de espacios innovadores y de economía colaborativa. FIX entiende que formar parte de esta marca le permitirá obtener beneficios tanto en el manejo y diseño de estos espacios innovadores, bajo un entorno operativo en donde las empresas se achican y este tipo de modelo de negocios ofrece flexibilidades contractuales y de manejo de espacios y servicios.

Sólido posicionamiento de la marca hotelera: La compañía actualmente posee una propiedad hotelera, el Aloft Montevideo, ubicada en la exclusiva zona de Punta Carretas. El cual es operado mediante contrato de gerenciamiento con Marriott International (vigencia hasta 2032). Debido a la Pandemia Marriott ha flexibilizado ciertas exigencias de inversión destinadas al mantenimiento de las instalaciones y cobros variables por concepto de gerenciamiento para alivianar la carga de los dueños de hoteles a nivel mundial afectados por cierres temporales.

Garantías: De acuerdo a la modificación en los términos y condiciones que hizo el nuevo accionista sobre la ON Serie I, las obligaciones de la compañía se encuentran garantizadas a través de una hipoteca inmobiliaria del Aloft Hotel y edificio donde funcionó el Sheraton, así mismo, por una cuenta de fideicomiso al que se ceden las cobranzas de las tarjetas de crédito Visa, MasterCard y American Express ante incumplimiento. Además, de ciertos Contratos de Alquiler generados por Master Mind (en un principio en otras locaciones) también serán cedidos en favor del Fideicomiso. FIX considera que dichas garantías le otorgan a las ON Serie I un escalón adicional a la calificación de emisor de largo plazo de Tonosol.

Sensibilidad de la Calificación

FIX espera que la compañía opere un nivel de deuda a EBITDA en torno a 28x para 2021 y menor a 8x en los próximos años, con una cobertura de intereses mayor a 1.5x. La calificación del emisor podría bajar ante incrementos significativos en la vacancia y/o incumplimiento del contrato de arrendamiento y/o tarifas hoteleras que impacten en la generación en el mediano plazo. Una suba en la calificación podría ser contemplada una vez que la compañía siga consolidando todos sus segmentos de negocios y genere flujo de fondos libres de manera estable en el tiempo.

Liquidez y Estructura de Capital

Débil posición de liquidez: La posición de caja e inversiones se ubicó en torno a USD 1.3 millones a dic-20. Actualmente, la empresa presenta una débil posición de liquidez. La compañía presenta servicios de deuda por su única deuda financiera, la ON Serie I por USD 1.9 millones durante 2021. FIX estima que el EBITDA durante 2021 se ubique en torno a USD 600-700 miles, que sumado a la posición de caja a diciembre hace que cubra ajustadamente el servicio de deuda durante 2021 y que desde 2022 la generación de EBITDA sea más que suficiente para cubrir dicho servicio.

Perfil del negocio

Tonosol S.A es una empresa dedicada a prestar servicios, turísticos, hoteleros y de bienes raíces mediante la explotación de dos propiedades ubicadas en Punta Carretas, Montevideo en dos predios contiguos al Punta Carretas Shopping Center. El primero, el hotel el Aloft Montevideo con categoría cuatro estrellas que inició sus operaciones en septiembre de 2017, el cual es operado mediante contrato de gerenciamiento con Marriot International. El segundo, la torre del ex-Sheraton Montevideo la cual será renovada y modernizada para su reconfiguración como espacios de oficinas administrado por Master Mind S.R.L. (Grupo Sinergia), mediante la firma de un contrato de arrendamiento por la totalidad de la propiedad.

Operaciones

La compañía posee dos predios en la exclusiva zona de Punta Carretas, Montevideo, donde opera el hotel Aloft. El ex-Sheraton cuenta con un acceso exclusivo al shopping Punta Carretas (uno de los principales de la ciudad) y se encuentra ubicado a sólo 200 metros del Club de Golf. Por su parte, el Aloft se enfoca un público denominado "Select" con una

Directorio de Tonosol	Cargo
Mateo Vilar del Valle	Director
Ignacio Motta	Director
Emiliano Navajas	Director

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

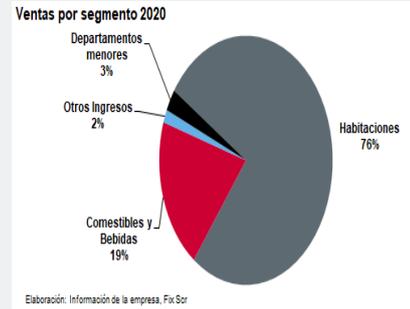
categorización de 4 estrellas. Para 2020, los ingresos por habitaciones representaron el 76% de las ventas, mientras que el segmento de comestibles y bebidas aportó el 19% de los ingresos. El 5% restante provino mayoritariamente del segmento de Departamentos menores (3% de los ingresos) y de Otros (2% de los ingresos).

Habitaciones (76% de las ventas dic'20):

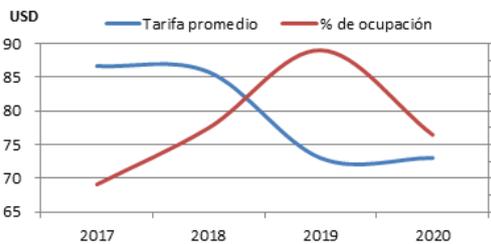
La principal fuente de ingresos de la compañía proviene del cobro por estadía en habitaciones. La cual presenta una estacionalidad marcada con una temporada alta desde mediados de septiembre a mediados de diciembre y temporadas bajas desde junio hasta mediados de agosto y la segunda quincena de diciembre. La empresa se beneficia del programa de fidelización del Grupo Marriott International "BONVOY" el cual cuenta con una base de asociados de más de 125 millones de clientes a nivel mundial y más de 6.900 propiedades en 130 países, lo que les proporciona a los hoteles un porcentaje de ocupación general del 65%. Los tres segmentos de clientes son:

- **Segmento Individual (52.7% de la ocupación promedio):** Con foco tanto en el perfil de estadías por negocios, como, por placer de los principales mercados regionales; Argentina, Brasil y Chile. Las tarifas están más relacionadas con la demanda y dependen de la estacionalidad y los precios de la competencia. Los dos sub-segmentos son:
 - Retail: Toda venta de habitaciones que se genera a través de canales públicos y on-line como: painas internacionales de reservación hoteleras, agencias de viaje on-line y mediante la paina de Marriott.com, entre otras.
 - Special Corporate: Toda venta de habitaciones a segmento corporativo/empresarial, con tarifas previamente negociadas en proceso de licitación, en base al volumen potencial de producción. Dentro de las cuentas más importantes se destacan acuerdos comerciales con: representaciones diplomáticas y embajadas acreditadas en Montevideo, Banco Locales, internacionales y de desarrollo y un amplio espectro de compañías del sector privado.
- **Segmento Grupos (19.9% de la ocupación promedio):** Está dirigido principalmente a un público que va a Montevideo a realizar congresos y convenciones, eventos en los salones del hotel, asistir a recitales, delegaciones gubernamentales, delegaciones deportivas, efectuar viajes en cruceros con origen en el puerto de Montevideo, entre otros. El segmento de grupos consiste en todo negocio que implique más de 10 habitaciones por noche y/o que vengan a la ciudad con el mismo objetivo. En este caso las tarifas cuentan con un mayor grado de flexibilidad, ya que este segmento está asociado a mayor consumo de comestibles y bebidas.
- **Segmento Tripulaciones (26.1% de la ocupación promedio):** Es el segmento más estable y depende de relaciones de más largo plazo con las principales aerolíneas que operan al aeropuerto que sirve a la ciudad de Montevideo. Con la apertura del Aloft este segmento creció notablemente por permitir la estadía a una gama mayor de aerolíneas incluidas las low-cost.

Aloft Montevideo: Inaugurado en septiembre de 2017, con instalaciones más modernas se enfoca en un público denominado "Select" con una categorización de 4 estrellas. Ubicado al frente del Sheraton y conectado por un túnel subterráneo de servicio para aprovechar algunas de las instalaciones, como lo son lavandería y cocina, lo que ayuda a disminuir los costos e incrementar márgenes. El hotel cuenta con 108 habitaciones, 4 salones para eventos con un área total de 329 m2, 3 salas para reuniones informales, restaurante, sauna y pileta techada.

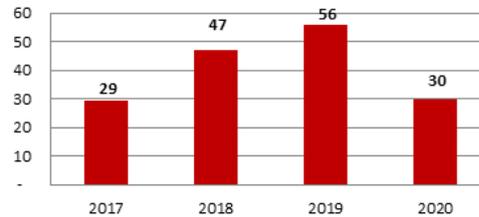


Aloft Montevideo: Evolución de tarifas y ocupación



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Aloft Montevideo: REV PAR



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia 2020, el REV PAR de Tonosol se ubicó en USD 30, retrocediendo a niveles cercanos a 2017 y muy por debajo de los USD 56 obtenidos durante 2019, fuertemente impactada por la reducción en la ocupación hotelera durante 2020. Pero una vez más se comprueba el buen manejo de la gerencia al superar el REV PAR alcanzado por la competencia que promedió los USD 19 durante 2020, mostrando una buena inserción en el mercado Select y siendo eficiente al mismo tiempo.

Comestibles y Bebidas (19% de las ventas dic'20): La empresa dispone de 2 Bares, 3 restaurantes, 11 salones para eventos con un área total de 1.253 m2 que le permiten desarrollar servicios de venta de alimentos y bebidas y de servicios para eventos corporativos, de convenciones y sociales.

Alquiler de oficinas (Bienes Raíces): Con la venta del 100% de las acciones de Tonosol a White Elephant Properties, el Sheraton pasara a ser un espacio de oficinas arrendado al Grupo Sinergia, el cual implica toda una nueva actividad de oficinas, a diferencia del Hotel Aloft, el cual continuara con sus actividades habituales. FIX espera que este nuevo segmento de operaciones agregue mayor estabilidad a los flujos de la compañía, los cuales se han visto fuertemente afectados por la Pandemia.

Luego de la rescisión de contrato con Marriot, Tonosol ha firmado contrato con Master Mind S.R.L. desde el 1 de enero de 2021; en donde la primera cede los inmuebles a la segunda para su administración. Dichos inmuebles se destinara al desarrollo de Oficinas, Flex-office, Co-work, Co-living, Food Spot o espacios de apoyo a tales destinos. Dicho contrato tiene una duración de 5 años desde la fecha de firma de este. Una vez vencido el plazo estipulado, el Contrato se entenderá automáticamente prorrogado por periodos de 5 años por 2 periodos adicionales bajo las mismas condiciones impuestas salvo que Tonosol decida finalizar el contrato. Por otra parte, se detallan las responsabilidades de Master Mind, con respecto al gerenciamiento del edificio, pago de impuestos, el control de calidad de las instalaciones y servicios, reparaciones y mora.

Posición Competitiva

El Aloft Hotel, propiedad de Tonosol, cuenta con una sólida posición competitiva en los segmentos Select de la capital uruguaya, apuntalado por el reconocimiento de la cadena Marriott. Aunque el sector hotelero cuenta con casi nulas barreras de entrada, el mercado se ha ido acomodando a la nueva escala y hasta algunos "condo-hotel" han empezado a cerrar sus puertas por la sobre-oferta en la plaza. Dicho hotel se benefician del programa de fidelización del Grupo Marriott International "BONVOY" el cual cuenta con una base de asociados de más de 120 millones de clientes a nivel mundial, lo que les proporciona un porcentaje de ocupación potencial del 65% a nivel cadena.

Por el lado del segmento del bienes raíces, el Grupo Sinergia cuenta con una amplia gama de servicios que van desde los contenidos educaciones hasta los negocios de Flex office y Co living. Fundada desde 2013, el modelo llevado a cabo por Sinergia ofrece soluciones

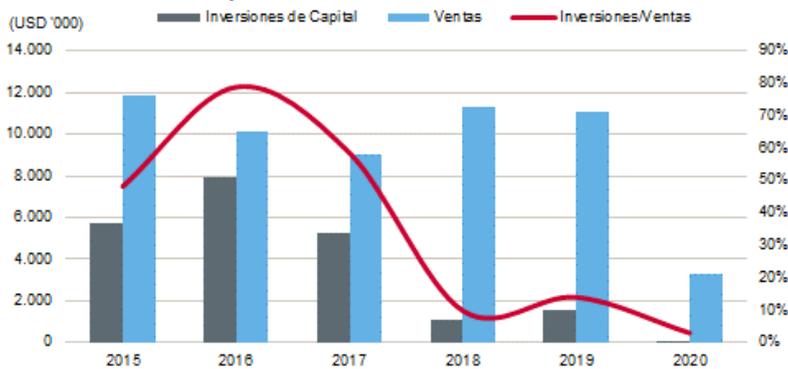
flexibles frente a un panorama general de empresas que se achican y este tipo de modelos de oficinas ofrecen flexibilidades contractuales.

Actualmente el negocio de coworks representa tan solo el 2% de los ingresos de Grupo Sinergia.

Estrategia del management

La estrategia de largo plazo de la compañía se encuentra alineada a la del Grupo Sinergia y tiene como eje la transformación del ex Hotel Sheraton, lo cual implicaría una inversión que ronda en torno a USD 14 MM para realizar modificaciones estructurales y no tendría repercusiones sobre el apalancamiento de Tonosol; de acuerdo al contrato de arrendamiento firmado con Master Mind S.R.L. FIX espera que las inversiones de capital que realice la compañía estarán enmarcadas en el plan Capten del contrato con el Grupo Marriott y que se ubicaran en torno al 5-9% de los ingresos brutos para el mantenimiento de los estándares requeridos por la cadena para el Aloft Hotel.

Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Tonosol cuenta como contraparte en el contrato de gerenciamiento a Marriott International que es un operador, franquiciador y licenciante mundial de propiedades hoteleras, residenciales y de tiempo compartido presente en más de 130 países y territorios, con al menos 30 marcas. Bajo el modelo de negocio “asset-light”, generalmente administra o franquicia hoteles, en lugar de poseerlos.

Riesgo del sector

En general la industria hotelera tiene un perfil de riesgo superior al promedio, debido a la naturaleza discrecional de la demanda en gran medida condicionada por el entorno macroeconómico, lo que ha contribuido a una marcada ciclicidad del sector. Los viajes por negocios y placer son las dos fuentes principales de la demanda hotelera. El primero está fuertemente influenciado por las ganancias corporativas y el segundo por el crecimiento del empleo y el ingreso disponible.

La economía uruguaya ha mostrado un crecimiento ininterrumpido por más de 16 años, aunque en los últimos años dicho crecimiento se ha venido desacelerando. El 2020 fue un año negativo para la economía uruguaya (con una caída del 5.9% del PIB), influenciado principalmente por los efectos del COVID-19, generando una caída del consumo y bajos niveles de inversión. Esta lógica sucedió en todos los países de LATAM, en donde el país más afectado fue la Argentina (-9,9% de crecimiento del PIB). El déficit fiscal ascendió a 6% del PIB (3,2% del PIB durante 2019) con el objetivo de contrarrestar los efectos de la Pandemia sobre la economía. En el frente fiscal se visualiza una reducción del resultado fiscal que llegaría a ser mayor al 5,4% del PBI, por encima de los niveles históricos inferiores al

3%, ya que gran parte de la recaudación está ligada a los niveles de actividad el cual tendrá un dinamismo levemente superior al mostrado durante 2020.

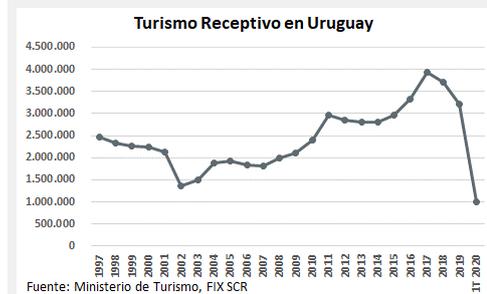
De igual forma, la actividad es propensa a la construcción excesiva en mercados en auge durante el ciclo. Por lo que resulta esencial para los hoteles contar con un buen posicionamiento en el mercado y diversidad dentro de las categorías desde los hoteles lujos hasta lo más básicos, ya que influyen en gran medida en atenuar la volatilidad del margen operativo, sobre todo de los hoteles más lujosos que históricamente experimentan los mayores cambios tanto hacia arriba como para abajo.

Los cambios en el valor de la moneda nacional con respecto a las divisas también pueden afectar el volumen de visitas en un mercado determinado, tanto de manera positiva como negativa. La depreciación de la moneda del mercado local puede llevar a una demanda adicional del sector hotelero a medida que más visitantes internacionales aprovechan las tarifas de hospedaje relativamente más económicas y los viajeros nacionales reducen sus viajes al extranjero debido al mayor costo en la moneda local para realizar gastos en el exterior. Mientras que una apreciación de la moneda de un país puede tener el efecto contrario.

En caso específico la recepción turística en Uruguay durante 2020, el mismo se ha visto fuertemente afectado por los efectos anteriormente mencionados, en una economía donde los ingresos generados por esta actividad más del 9% del PIB hacia 2019 y con una generación de empleo más del 6% de los trabajos totales de la economía. Sin embargo, esta actividad ya venía en retroceso desde 2019 con una caída del 13.2% en la cantidad de personas que ingresaron a Uruguay. Solo hay datos de la evolución del turismo durante el primer trimestre de 2020, debido a que el Ministerio de Turismo de Uruguay se vio obligado a suspender la recopilación de datos de los pasos fronterizos.

Factores de Riesgo

- Debido a los efectos ocasionados por la Pandemia a nivel mundial, FIX espera que la actividad turística sea una de las más afectadas y cuya reactivación sea más lenta, ya que cualquier resurgimiento de brotes a nivel global podrían generar nuevas restricciones a viajes tanto a nivel internacional como doméstico, caída de la actividad a nivel mundial y el consecuente incremento en el desempleo e ingreso disponible.
- Mercado hotelero en caída desde 2017: Lo que ha afectado a los niveles de ocupación y por ende en las tarifas. La evolución de oferta y demanda tendrán impacto variable en el corto y mediano plazo sobre los precios y ocupación.
- Riesgo de demanda. Sensibilidad a la actividad económica tanto local, como la de los países de donde provienen sus principales clientes Argentina y Brasil.
- Fluctuación del tipo de cambio. En los periodos que el peso uruguayo se fortalezca (aprecie) más que sus pares regionales los servicios y en este caso específico, el turístico se hace relativamente más costoso para los visitantes, por lo que podrían elegir otros destinos y caer la demanda.



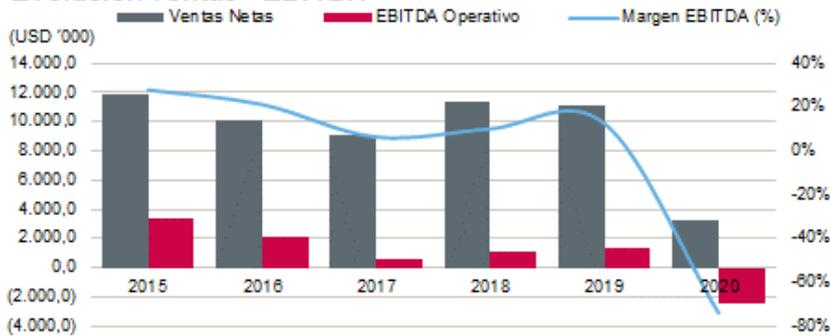
Perfil Financiero

Rentabilidad

Desde el año 2016 la compañía ha mostrado una caída en ventas y rentabilidad debido a la mayor competencia en la actividad hotelera en Montevideo, la apreciación del tipo de cambio y en menor medida en 2017 por trabajos de reparación de los accesos que dificultaba la actividad y redujeron la ocupación y las tarifas cobradas. Para el año finalizado en diciembre de 2020 se profundizó esta caída en ventas y en los márgenes de rentabilidad, los cuales venían recuperándose en 2019, fundamentalmente explicado por la Pandemia, al alcanzar ventas por USD 3.3 MM y un margen EBITDA negativo comparado a uno niveles de ingresos por USD 11.0 MM y un margen del 12.6% a diciembre 2019.

FIX estima que hacia adelante la empresa presente márgenes de rentabilidad estables superiores al 30%, con un negocio de bienes raíces que le agregue mayor estabilidad a los márgenes de rentabilidad teniendo una contribución proyectada de casi la mitad del EBITDA consolidado de Tonosol para los próximos años. Además, el crecimiento en el margen de EBITDA estimado se encuentra explicado por una mayor ocupación en el Aloft Hotel que prevemos que promedie en los próximos años el 61-70%

Evolución Ventas - EBITDA

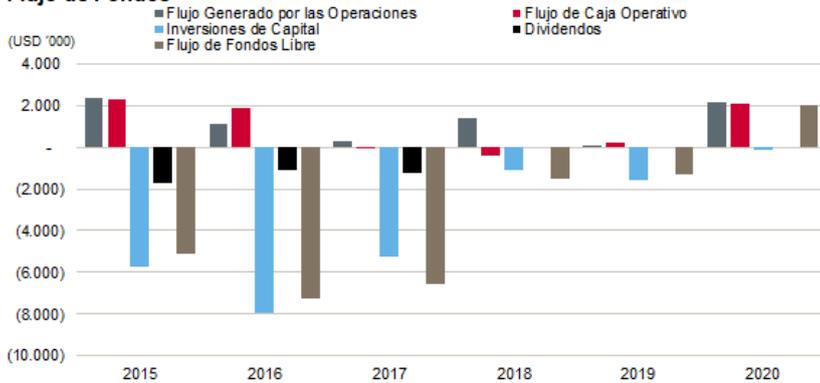


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

Tonosol detenta una fuerte generación Flujo Generado por las Operaciones (FGO) y estimamos que esta tendencia continúe. Durante los últimos años la compañía obtuvo un Flujo de Fondos Libre (FFL) altamente negativo producto de la inversión en la construcción del Hotel Aloft Montevideo y en el mantenimiento del Sheraton. FIX espera que para el 2021 el FFL siga siendo negativo pero en franca desaceleración y ya a partir del 2022 se torne positivo, al volver a recuperar rentabilidad en la operatoria de la compañía, luego de las inversiones realizadas por el Grupo Sinergia, donde prevemos que dichas inversiones de capital se normalicen en el 9% de las ventas. Al cierre de ejercicio de 2020, Tonosol generó un FGO de USD 2.1 MM que compara de forma positiva contra USD 13.000 a diciembre 2019, mostrando una notable mejora en términos de generación de flujos. A la misma fecha, las necesidades de financiar capital de trabajo fueron de USD 59.000 y la compañía destinó USD 98.000 a inversiones y no repartió dividendos, derivando en un Flujo de Fondos Libres positivo por USD 2.0 MM.

Flujo de Fondos

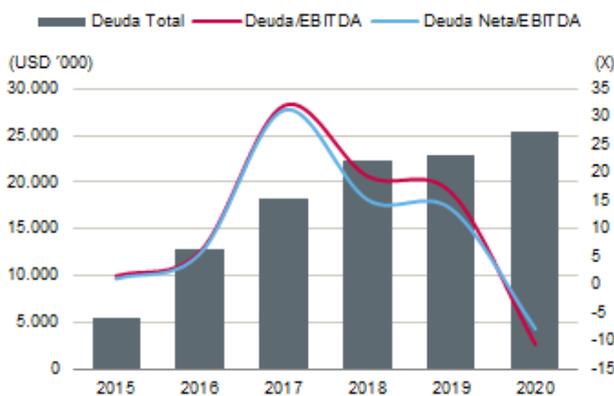


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de capital

A diciembre 2020 Tonosol registraba deuda financiera por USD 25.4 MM, de los cual un 3% era corriente y un 100% del total denominado en dólares. Como vimos anteriormente, EBITDA durante 2020 fue negativo lo cual hace que los ratios de apalancamiento no sean comparables con los de ejercicios previos. FIX estima que hacia adelante la compañía mejore su perfil de endeudamiento con un ratio de deuda EBITDA en torno a 7.0x a partir de 2022, explicado por la recuperación de los niveles de rentabilidad de Tonosol y coberturas de interés superiores a 1.7x.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Actualmente la única deuda financiera corresponde a las ON Serie I por USD 20 millones con vencimiento final diciembre-2033, las cuales presentan amortizaciones semestrales desde el presente año, siendo los vencimientos de junio-21 USD 950 mil (USD 300 mil por concepto de capital y USD 650 mil por intereses devengados) y diciembre-21 por USD 940 mil (USD 300 mil por concepto de capital y USD 640 mil por intereses devengados). Los fondos para el pago del servicio de deuda con vencimiento en el 17 de junio de 2021 al momento de la publicación de este informe ya fueron abonados con fondos obtenidos mediante el mecanismo de retención por parte de fideicomiso.

Liquidez

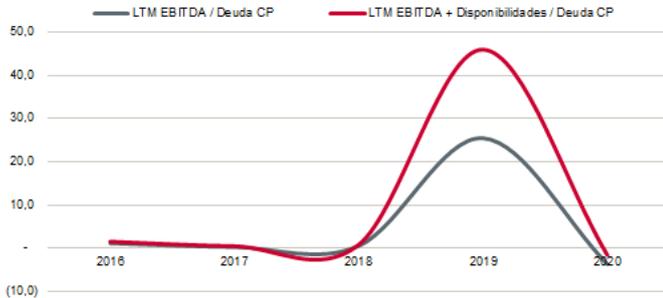
A diciembre 2020, la deuda financiera de corto plazo de Tonosol era de USD 654.000, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes era de USD 1.3 MM. La empresa presenta una ajustada posición de liquidez, que tomando en cuenta la caja más el EBITDA anual (el cual fue negativo), hace que la compañía no pueda cubrir su deuda corriente; lo cual hace más posible el refinanciamiento.

Capitalización

USD '000		
Deuda de Corto Plazo	654	2%
Deuda de Largo Plazo	19.400	53%
Otros	5.360	15%
Deuda Total Ajustada	25.414	70%
Total Patrimonio	11.039	30%
Total Capital Ajustado	36.453	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía no cuenta actualmente con líneas de créditos disponibles. FIX estima que el EBITDA durante 2021 se ubique en torno a USD 600-700 miles, que sumado a la posición de caja a diciembre hace que cubra ajustadamente el servicio de deuda durante 2021 y que desde 2022 la generación de EBITDA sea más que suficiente para cubrir dicho servicio. Cualquier requerimiento adicional de financiamiento, deberá ser asistido por el accionista.

Liquidez - Tonosol S.A.

USD '000	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA Operativo	2.143	570	1.150	1.395	(2.411)
Caja e Inversiones Corrientes	684	461	628	1.123	1.373
Deuda Corto Plazo	1.882	2.266	2.155	55	654
Deuda Largo Plazo	10.907	16.006	16.002	19.985	19.400

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	1,1	0,3	0,5	25,4	(3,7)
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,5	0,5	0,8	45,9	(1,6)
Deuda Total / LTM EBITDA	6,0	32,0	15,8	14,4	(8,3)

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Fondeo y flexibilidad financiera

La flexibilidad financiera de la compañía es acotada y depende principalmente del soporte del Grupo Sinergia ya que Tonosol actualmente no posee líneas bancarias disponibles.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Tonosol S.A

(miles de USD "anual 2019 y 2018 reexpresado" el resto en miles de SURU, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas								
Cambio de Moneda de Reporte								
Moneda	USD miles	USD miles	USD miles	SURU miles				
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	
Rentabilidad								
EBITDA Operativo	(2.411)	1.395	1.150	16.360	64.461	92.604	83.192	
EBITDAR Operativo	(2.411)	1.395	1.150	16.360	64.461	92.604	83.192	
Margen de EBITDA	(73,9)	12,6	10,1	6,3	21,2	27,9	27,8	
Margen de EBITDAR	(73,9)	12,6	10,1	6,3	21,2	27,9	27,8	
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,5	3,5	6,3	2,9	4,0	8,0	9,8	
Margen del Flujo de Fondos Libre	61,6	(12,0)	(13,3)	(72,5)	(71,6)	(42,9)	6,1	
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(51,1)	(0,4)	(0,8)	(0,5)	5,1	4,9	6,3	
Coberturas								
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,7	1,0	2,2	1,3	4,0	11,5	23,2	
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(1,8)	1,0	1,0	0,6	6,0	14,9	24,7	
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	(1,8)	1,0	1,0	0,6	6,0	14,9	24,7	
EBITDA / Servicio de Deuda	(1,2)	0,9	0,3	0,2	1,0	3,9	4,8	
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	(1,2)	0,9	0,3	0,2	1,0	3,9	4,8	
FGO / Cargos Fijos	2,7	1,0	2,2	1,3	4,0	11,5	23,2	
FFL / Servicio de Deuda	1,7	0,1	(0,1)	(1,8)	(3,1)	(5,8)	1,2	
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,4	0,8	0,1	(1,6)	(2,8)	(3,5)	7,1	
FCO / Inversiones de Capital	21,4	0,1	(0,4)	(0,0)	0,2	0,4	5,4	
Estructura de Capital y Endeudamiento								
Deuda Total Ajustada / FGO	7,3	16,0	8,7	15,1	8,6	2,3	0,9	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(10,5)	16,5	19,4	32,2	5,8	1,8	0,9	
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(7,7)	13,6	15,2	31,4	5,5	1,2	(0,3)	
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	(10,5)	16,5	19,4	32,2	5,8	1,8	0,9	
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(10,0)	15,7	18,9	31,4	5,5	1,2	(0,3)	
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,5	0,4	0,4	5,9	4,0	5,2	4,5	
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	3,3	0,3	11,9	12,4	14,7	10,3	19,3	
Balance								
Total Activos	42.867	45.495	46.040	1.554.408	1.359.742	1.114.992	1.019.237	
Caja e Inversiones Corrientes	1.373	1.123	628	13.288	20.009	53.331	102.089	
Deuda Corto Plazo	654	55	2.155	65.280	55.059	17.269	14.107	
Deuda Largo Plazo	19.400	19.985	16.002	461.074	319.082	149.617	59.053	
Deuda Total	20.054	20.040	18.157	526.354	374.141	166.886	73.159	
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	20.054	20.040	18.157	526.354	374.141	166.886	73.159	
Deuda Fuera de Balance	5.360	2.926	4.176	0	0	0	0	
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.414	22.967	22.333	526.354	374.141	166.886	73.159	
Total Patrimonio	11.039	17.529	18.684	684.371	722.598	719.695	727.156	
Total Capital Ajustado	36.453	40.495	41.017	1.210.725	1.096.739	886.581	800.315	
Flujo de Caja								
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.165	13	1.414	8.398	32.690	65.138	74.855	
Variación del Capital de Trabajo	(59)	211	(1.810)	(10.093)	22.975	(264)	(624)	
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.106	224	(396)	(1.695)	55.665	64.874	74.231	
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0	
Inversiones de Capital	(98)	(1.557)	(1.116)	(151.507)	(239.443)	(160.067)	(13.730)	
Dividendos	0	0	0	(34.681)	(33.603)	(47.291)	(42.273)	
Flujo de Fondos Libre (FFL)	2.007	(1.333)	(1.512)	(187.882)	(217.381)	(142.484)	18.228	
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0	0	
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0	(98)	
Variación Neta de Deuda	(2)	1.828	205	164.303	207.255	93.727	(3.560)	
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0	
Otros (Inversión y Financiación)	(1.755)	0	1.537	16.858	(23.196)	0	0	
Variación de Caja	250	495	230	(6.722)	(33.322)	(48.757)	14.570	
Estado de Resultados								
Ventas Netas	3.260	11.085	11.333	259.006	303.746	332.002	299.243	
Variación de Ventas (%)	38,6	(2,2)	0,2	(14,7)	(8,5)	10,9	3,8	
EBIT Operativo	(3.847)	(48)	(342)	(16.987)	35.294	62.997	54.052	
Intereses Financieros Brutos	1.311	1.419	1.162	26.347	10.791	6.214	3.365	
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0	
Resultado Neto	(6.490)	(1.155)	(2.575)	(3.547)	36.506	35.372	46.131	
Otras Métricas								
Cuentas por Cobrar	37	44	40	56	28	40	48	
Días de Inventarios	0	2	2	3	0	0	0	
Cuentas por Pagar	62	75	74	198	81	33	28	

Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- REVPAR: Ingresos por habitaciones disponibles.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- COVID-19: es la enfermedad infecciosa causada por el coronavirus que se ha descubierto más recientemente. Tanto el nuevo virus como la enfermedad eran desconocidos antes de que estallara el brote en Wuhan (China) en diciembre de 2019.

Obligación Negociable Serie I

Monto Autorizado: USD 30 millones

Monto Emisión: USD 20 millones

Moneda de Emisión: Dólares Estadounidenses

Fecha de Emisión: 17 de Diciembre de 2019.

Fecha de Vencimiento: 17 de Diciembre de 2033.

Amortización de Capital: Se amortizará en cuotas semestrales y consecutivas, una vez finalizado el periodo de gracia repartido de la siguiente manera: los años 2 y 3 el 3%, el año 4 el 5%, el año 5 de 6%, el año 6 el 7%, los años 7 y 8 el 8% y del año 9 al 14 el 10%.

Intereses: los intereses serán devengados a una tasa LIBOR a 180 días + 4% (de ocurrir ausencia de contrato de administración hotelera dicha tasa de incrementará en 2%). Sin perjuicio de lo anterior, se establece como tasa de interés nominal mínima en el 6,5% y como máxima del 7.5%.

Cronograma de Pago de Intereses: Serán pagados semestralmente, el 17 de junio y 17 de diciembre del respectivo año.

Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos y financiamiento de capital trabajo.

Garantías: De acuerdo a la modificación en los términos y condiciones sobre la ON Serie I, las obligaciones de la compañía se encuentran garantizadas a través de una hipoteca inmobiliaria del Aloft Hotel y edificio donde funcionó el Sheraton, así mismo, por una cuenta de fideicomiso al que se ceden las cobranzas de las tarjetas de crédito Visa, MasterCard y American Express ante incumplimiento. Además, de ciertos Contratos de Alquiler generados por Master Mind (en un principio en otras locaciones) también serán cedidos en favor del Fideicomiso

Opción de Rescate: a opción del emisor, de ser un rescate parcial a un precio de 105% a partir del cuatro año, del 103,5% a partir del quinto año y del 102% a partir del sexto año del valor nominal.

Condiciones de Hacer y no Hacer: Restricción de distribución de dividendos, reducción de capital integrado u otogar adelantos a sus accionistas hasta haber cancelado como mínimo el 20% de las ON emitidas y en circulación bajo el programa. Adicionalmente se deben cumplir los siguiente ratios:

Que el ratio que surge de dividir el valor de Tasación de la Hipoteca entre el Circulante de las Obligaciones Negociables bajo el Programa fuera menor a 1.

Que el ratio de Garantía fuera menor a 1.

Ratio de Cobertura de Deuda: EBITDA T / Servicio de deuda financiera total T+1; mayor de 1,7 a partir del tercer año de emisión.

Cobranza anual de tarjeta de crédito / servicio de deuda de las ON emitidas T+1 bajo el programa: Mayor a 1,7.

Apalancamiento: Deuda financiera total / EBITDA; menor a 4.

Definición de ausencia de Ratio de Garantía: es el cociente que surge de dividir los Créditos de Contratos de Arrendamiento a percibirse en los próximos 12 meses siguientes entre el Servicio de Deuda de los 12 meses siguientes.

Anexo IV – Dictamen de Calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **18 de Junio de 2021**, subió a la **Categoría BBB(uy)** la calificación de emisor de largo plazo de **Tonosol S.A.** y a **BBB+(uy)** de las **Obligaciones Negociables Serie I** actualmente vigentes.

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 es inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen. La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el 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.

Fuentes

- Balances generales anuales auditados hasta el 31/12/20.
- Auditor externo del último balance anual: Deloitte S.C.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto de emisión de la ON Serie I, disponible en www.bvm.com.uy.
- Definición de COVID-19 por la Organización Mundial de la Salud (OMS), disponible en www.who.int/es/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019/advice-for-public/q-a-coronaviruses

Criterios Relacionados

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



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

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

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.