

**Informe de Actualización**

# TA - TA S.A. (TATA)

**Calificaciones**

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

Perspectiva Negativa

**Resumen Financiero**

TA - TA S.A. (TATA)		
Consolidado	30/06/2024	31/12/2023
(UYU miles)	Año móvil	12 Meses
Total Activos	15.366.435	13.494.071
Deuda Financiera	6.538.969	5.840.820
Ingresos	19.986.349	20.042.580
EBITDA	915.726	895.309
EBITDA (%)	4,6	4,5
Deuda Total / EBITDA (x)	7,1	6,5
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	7,0	6,4
EBITDA / Intereses (x)	3,0	2,9

**Factores relevantes de la calificación**

**Perspectiva Negativa:** La calificación y perspectiva de TATA, S.A. (TATA) refleja niveles de ingresos impactados por las ventas de las tiendas fronterizas por segundo año consecutivo, que ha presionado los márgenes y el flujo de la compañía, así como mantiene un resultado neto negativo que erosiona el patrimonio. El aporte de capital realizado con las acciones de San Roque S.A. permiten un cumplimiento más previsible de los covenants, aunque 2025 seguirá siendo desafiante, limitando la flexibilidad financiera y operativa, así como la velocidad y magnitud del CAPEX. La calificación incluye la participación de mercado y la cobertura de garantía de la ON Serie 1, también tiene en cuenta la capacidad y estabilidad del flujo generado en operaciones por parte de la compañía y la estructura de la deuda de largo plazo.

**Incorporación de San Roque:** TA-TA logró a finales de 2023 una dispensa establecida en la ON Serie I respecto al ratio de deuda financiera neta/EBITDA (3,5x) a ser medido al 31 de diciembre. La dispensa se solicita anticipadamente por normativa, pero finalmente Ta-Ta logró cumplir con la ratio establecida en el covenant (3,4x). La dispensa fue otorgada sujeto a ciertas condiciones, incluyendo el aporte de capital equivalente a la totalidad del paquete accionario de San Roque S.A. (San Roque). FIX monitoreará la evolución ya que el incumplimiento de covenants deriva en menor flexibilidad financiera y mayores costos financieros.

**Ajuste en el cálculo de la ratio:** La incorporación de San Roque se materializó al cierre de junio 2024 y permite una mejora en la previsibilidad del cumplimiento del covenant para el cierre del año 2024. El acuerdo alcanzado con los obligacionistas permite un ajuste a la ratio deuda financiera neta/EBITDA de Ta-Ta para incorporar el año móvil del EBITDA de San Roque, S.A., en lugar de los 10 días que se incluyen en los estados financieros. Esto para mantener la comparabilidad con la deuda de San Roque, S.A. que consolidó en su totalidad. El acuerdo es relevante teniendo en cuenta que la ratio a cumplir se reduce a 3,25x al cierre de 2024 y volvería ajustarse a la baja hasta 3x en 2025.

**ON Garantizada:** La emisión de la ON Serie 1 (garantizada) permitió a la compañía mejorar el perfil de vencimientos de su deuda con el reemplazo de los financiamientos bancarios y liberando las garantías constituidas, al tiempo que estableció ciertas condiciones que suponen un límite a los niveles de apalancamiento de Ta-Ta. La calificación de la ON Serie 1 se ubica en A+(uy), un notch por encima de la calificación de Emisor de largo plazo, ya que considera el mecanismo de retención de pagos y la amplia cobertura de garantía constituida a través del Fideicomiso al que se cedieron los derechos de cobro sobre la facturación a través tarjetas de crédito y débito (Visa y Maestro), así como la Fianza Solidaria de la sociedad Frontoy S.A. (Baranur S.A. se fusionó con Ta-Ta). Las calificaciones también tienen en cuenta la capacidad y estabilidad del flujo generado en operaciones por parte de la compañía y la estructura de la deuda de largo plazo. La ratio de cobertura de deuda se ubicó en 2,42x superando el mínimo establecido en los covenants de 2,0x, según la metodología establecida en la ON.

**Control de los costos:** Ta-Ta ha mantenido un crecimiento de sus ventas por debajo de la inflación, y más recientemente un retroceso de las ventas, que afectó los márgenes de rentabilidad. La compañía se ha enfocado en el control de los costos y en la mejora en la eficiencia en sus operaciones, incluyendo la logística, que le ha permitido mantener sus márgenes de acuerdo con la metodología de FIX en torno al 4,5% en 2023 (3,4% en 2022), pese a la caída de las ventas de 3,3%. FIX considera que la compañía ha tenido buenos resultados en el control de los costos y mejoras operativas que han aumentado su resiliencia frente a los escenarios adversos, sin embargo, los espacios para realizar mejoras se han reducido y encontrar espacios para mejorar requerirá de mayores esfuerzos e inversiones de capital.

**Liderazgo en el sector:** TATA constituye uno de los mayores supermercados en Uruguay con tiendas multi-formato y una amplia diversificación geográfica. El modelo de negocio está bien

**Criterios Relacionados**

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el BCU, Marzo 2016

**Analistas**



Analista Principal  
 Gustavo Avila  
 Director Senior  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142



Analista Secundario  
 Lisandro Sabarino  
 Director Asociado  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8100

posicionado para ofrecer una propuesta de valor al consumidor enfocado en precios bajos y marcas propias, aunque en el último año la compañía está sumando a su oferta de valor una mayor participación de marcas referentes para satisfacer y atraer nuevos consumidores con gran foco en mejorar la experiencia de estos. El centro logístico de la compañía le brinda una ventaja competitiva para el impulso de negocios complementarios, como la venta de indumentaria (BAS), electrodomésticos (Multi Ahorro) y la reciente incursión en el negocio mayorista (Frontoy). Por su parte, San Roque es uno de los principales retailers de Uruguay en el rubro farmacias y cuenta con 53 locales en 14 departamentos.

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

## Sensibilidad de la calificación

La calificación podría ser revisada a la baja por algunos de los siguientes factores: un deterioro sostenido en los márgenes que los ubique por debajo de 3,0% y/o se extienda el tiempo el resultado neto negativo de la compañía, así como nuevos incumplimientos de los “covenants” establecidos en la ON Serie 1 que limiten la flexibilidad operativa y/o financiera de la compañía, como también al nivel de inversiones requerido para mantener y expandir su generación de flujo operativo.

La ON Serie 1 podría bajar su calificación en caso de acciones de rating sobre la compañía como así también una reducción importante del colateral que impacte en los niveles de cobertura futura. La revisión de la Perspectiva a Estable podría derivar de una generación de fondos libres que permita desapalancar a la compañía, con resultados netos positivos y una mayor previsibilidad en el cumplimiento de los “covenants” de la ON Serie 1 en 2025 y hacia adelante.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Moderado a alto apalancamiento:** A junio 2024, la compañía presenta ratios de endeudamiento de 7,1x (Deuda Total / EBITDA) y 7,0x (Deuda Neta / EBITDA), según la metodología estándar de FIX. El indicador está impactado por la incorporación de la totalidad de la deuda de San Roque, mientras que del EBITDA sólo aportó 10 días al consolidado. La ratio de Deuda Neta / EBITDA ajustado que sirve de referencia de la ON Serie 1 se ubicó en 3,37x (límite máximo de 3,5x) incluyendo a San Roque, S.A. La situación referida a los waivers (dispensa) derivó en mayores garantías del fideicomiso por cerca de UY 524 millones que incidió en la evolución de la deuda bruta a diciembre 2023.

De incorporarse las garantías y de acuerdo con cifras provistas por la compañía, la deuda financiera neta se ubicó en UY 5.056 millones a junio 2024, un aumento de UY 82 millones con respecto al mismo período de 2023. Esto a partir de mayores inventarios (UY 398 millones) que se transforman en mayores requerimientos de capital de trabajo.

A junio 2024, la compañía presenta una cobertura de liquidez de la deuda de corto plazo de 13,8% considerado caja y equivalentes (9,3% a diciembre 2023), que se incrementa hasta el 94,8% al sumar el EBITDA (87,6% a diciembre 2023), según la metodología estándar de FIX. Sin embargo, la cobertura ajustada sería mayor por el saldo de la cuenta en el Fideicomiso de Garantía de las ON Serie 1 donde se mantiene recursos correspondientes al refuerzo de la garantía y el efecto de la incorporación de San Roque, S.A.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - TA-TA S.A.

(miles de UY, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas					
Normas Contables	NIIF*	NIIF*	NIIF*	NIIF*	NIIF*
Periodo	Año Móvil	jun-24	2023	2022	2021
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	915.726	302.812	895.309	701.745	1.047.102
EBITDAR Operativo	1.036.421	362.165	1.017.564	826.830	1.165.729
Margen de EBITDA	4,6	3,0	4,5	3,4	4,9
Margen de EBITDAR	5,2	3,6	5,1	4,0	5,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	11,6	14,8	5,9	11,5	14,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,8)	(5,1)	(0,1)	(2,3)	(2,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(10,6)	(29,4)	(11,2)	(9,9)	3,0
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,4	4,7	1,2	3,9	3,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,0	2,1	2,9	3,3	3,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,4	1,8	2,4	2,4	2,6
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,2	0,6	0,7	1,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,7	0,3	0,7	0,8	1,6
FGO / Cargos Fijos	3,4	4,7	1,2	3,9	3,2
FFL / Servicio de Deuda	(0,0)	(0,5)	0,2	(0,3)	(0,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,1	(0,4)	0,3	(0,1)	0,2
FCO / Inversiones de Capital	(0,0)	(2,2)	1,0	0,3	(0,2)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	6,4	5,0	13,3	6,6	5,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,1	10,8	6,5	8,0	4,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,0	10,5	6,4	7,8	4,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	8,0	10,2	6,6	7,8	5,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	7,9	10,0	6,5	7,7	4,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,9	4,5	5,4	4,1	13,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	17,3	17,3	19,6	14,2	8,3
<b>Balance</b>					
Total Activos	15.366.435	15.366.435	13.494.071	13.940.346	13.725.094
Caja e Inversiones Corrientes	156.642	156.642	105.858	131.617	328.475
Deuda Corto Plazo	1.131.280	1.131.280	1.142.969	798.335	415.803
Deuda Largo Plazo	5.407.689	5.407.689	4.697.851	4.811.557	4.570.662
Deuda Total	6.538.969	6.538.969	5.840.820	5.609.892	4.986.465
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	6.538.969	6.538.969	5.840.820	5.609.892	4.986.465
Deuda Fuera de Balance	830.941	830.941	855.780	875.600	830.390
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.369.910	7.369.910	6.696.600	6.485.491	5.816.855
Total Patrimonio	2.528.519	2.528.519	1.829.468	2.046.649	2.259.162
Total Capital Ajustado	9.898.428	9.898.428	8.526.068	8.532.140	8.076.016

<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	722.054	528.744	73.445	636.732	712.011
Variación del Capital de Trabajo	(729.635)	(881.159)	272.551	(442.952)	(812.315)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(7.581)	(352.415)	345.996	193.781	(100.304)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(347.635)	(158.850)	(362.087)	(670.593)	(430.441)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(355.216)	(511.265)	(16.091)	(476.812)	(530.745)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(3.873)	0	(3.873)	9.212	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	442.722	562.049	(5.794)	270.742	(68.784)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	83.633	50.784	(25.759)	(196.858)	(599.529)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	19.986.349	10.119.786	20.042.580	20.718.645	21.477.421
Variación de Ventas (%)	(0,3)	(49,5)	(3,3)	(3,5)	6,5
EBIT Operativo	278.866	1.940	272.054	176.180	570.706
Intereses Financieros Brutos	304.781	142.803	307.184	215.865	326.876
Alquileres	120.695	59.353	122.254	125.086	118.627
Resultado Neto	(267.551)	(301.697)	(217.181)	(212.513)	33.786

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

## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Fixed charge Coverage: cobertura de cargos fijos

## Anexo III – Características de los Instrumentos

### Instrumento: ON Serie 1

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

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

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

**Plazo:** el plazo de emisión es de 20 años.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Estructura del Fideicomiso de Garantía

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Niveles de Cobertura

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

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

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

## Anexo IV. Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **30 de Octubre de 2024**, confirmó en la **Categoría A(uy)** la calificación de emisor de largo plazo de **TA-TA S.A.** y en la **Categoría A+(uy)** la calificación de las Obligaciones Negociables Serie 1 (garantizada) en UI por el equivalente a US\$ 100 millones.

### La Perspectiva es Negativa

**Categoría A(uy):** "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

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

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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

### Fuentes

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

- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Balances intermedios hasta el 30 de junio 2024. Auditor externo del último balance anual: Ernst & Young Uy S.R.L.
- Balances generales auditados hasta el 31 de diciembre 2023. Auditor externo del último balance anual: Ernst & Young Uy S.R.L.
- Prospecto de la Emisión de la ON Serie 1 (garantizada)

### 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)

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

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