

# La Tahona Desarrollos S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Perspectiva Estable:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) confirmó en BBB+(uy) la calificación de La Tahona Desarrollos S.A. y de la Obligación Negociable Serie I emitida y asignó Perspectiva Estable. La calificación se sustenta en la experiencia y reputación adquirida por el grupo La Tahona en el desarrollo de barrios privados en Uruguay, con el 58% de la ocupación desarrollada en el departamento de Canelones, aunque mayormente en actividades de loteo y venta sin construcción de propiedades. LTD ofrece modelos de casa llave en mano a consumidores finales y edificios corporativos, con contraparte diversificada, y disponiendo el grupo al cual pertenece los terrenos sobre los que se construirán los inmuebles, lo cuales se encuentran ya loteados y con permisos de construcción obtenidos. La Perspectiva Estable se fundamenta en la visión consolidada por parte de FIX de LTD a nivel grupo económico, conformado asimismo por Runtuna S.A. (Runtuna) y La Tahona Inversiones S.A. (LTI), siendo que estas compañías son la principal contraparte de la compañía en cuanto a la compra-venta de lotes para posterior desarrollo y venta por parte de estas últimas. Luego de la reestructuración de pasivos lograda recientemente por Runtuna, en lo que resta del año el grupo enfrenta vencimientos por USD 3 millones pertenecientes a Runtuna, los cuales ya tendría garantizados los fondos mediante cuentas por cobrar en lo que resta del 2024 por USD 4,7 millones y la emisión de deuda privada por USD 2 millones. Adicionalmente, La Tahona Desarrollos (LTD) se encuentra en proceso de negociación de deuda por USD 40 millones y parte de esa emisión se utilizaría para compra de terrenos a Runtuna por USD 4,8 millones generando los fondos para el pago de la última cuota de la ON Serie II por USD 4,2 millones en julio 2025. En cuanto al proyecto se esperan mayores flujos como producto de la incorporación de cuatro edificios que ya se encuentran pre vendidos al igual que ocho lotes para el desarrollo de casas.

**Vínculo con el grupo económico La Tahona:** La calificación incorpora el vínculo estratégico y operativo entre LTD y las compañías relacionadas Runtuna - calificada por FIX en A(uy) Perspectiva Estable - y LTI, dado que el grupo le brinda una sinergia tanto en el acceso a nuevas tierras para desarrollar como así también al uso de la marca "La Tahona" con amplia trayectoria local.

**Viabilidad del proyecto:** De los 250 terrenos que prevé el proyecto, los mismos ya se encuentran loteados. Los mismos son propiedad del grupo La Tahona, a través de la compañía relacionada La Tahona Inversiones S.A. (LTI), quedando pendiente la enajenación hacia LTD. La compañía prevé la construcción y venta de casas en el transcurso de 25 años, bajo la modalidad de "llave en mano", y la construcción y venta de edificios financiados a 6 años. El proyecto se desarrolla en el departamento de Canelones, segundo departamento en cantidad de barrios privados, extensión y cantidad de unidades habitacionales, principalmente con destino a vivienda permanente. Según estudio de mercado contratado por la compañía se concluye acerca del equilibrio entre la oferta y la demanda en Uruguay para barrios cerrados, sumado a la estabilidad económica del país, lo que sostiene los altos precios de los últimos años. La tendencia habitacional de las grandes ciudades que se va trasladando parcialmente hacia la periferia de las zonas céntricas, acentuadas luego de la pandemia en búsqueda de espacios verdes y favorecida por el trabajo remoto, sumado a la estabilidad económica que ofrece Uruguay, prevén un crecimiento en el mercado de barrios privados en los próximos años. FIX considera asimismo que el riesgo de demanda está atenuado por la reputación del grupo La Tahona, siendo este uno de los principales referentes de mercado de barrios cerrados en el departamento de Canelones, donde se desarrollará el proyecto, con ocupación actual del 58% del suelo destinado a barrios privados en el mismo.

## Informe de Actualización

### Calificaciones

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

### Resumen Financiero

La Tahona Desarrollos S.A.		
Individual	30/06/24	31/12/23
(USD miles)	LTM	12 meses
Total Activos	22.625	24.891
Deuda Financiera	21.729	20.848
Ingresos	161	0
EBITDA	-144	-27
Deuda Total / EBITDA (x)	-150,7	-777,0
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	-149,9	-614,2

### Criterios Relacionados

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

### Informes Relacionados

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

### Analistas



Analista Principal  
 Lisandro Sabarino  
 Director Asociado  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119



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



Responsable del Sector  
 Cecilia Minguillón  
 Director Senior  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

**Financiación del proyecto:** El proyecto requiere una inversión de USD 147 millones que será financiado mediante la ON Serie II por USD 40 millones y el resto a través de los ingresos anticipados por ventas de las casas y edificios. Cabe destacar, que lo obtenido con la ON Serie I se utilizaron para adquirir terrenos pertenecientes a LTI. La compañía estima que las ventas de las casas se realizarán 20% al contado y 80% financiado a 25 años mientras que la venta de edificios se realizará con un 10% al contado y 90% financiado a 6 años. A la fecha, la compañía posee cuentas por cobrar por USD 7 millones. FIX considera que el riesgo de financiación es elevado, cuando los vencimientos de deuda operan desde el tercer año del proyecto, sujeto por lo tanto a la flexibilidad financiera de la compañía para descontar las cuotas por cobrar o colocar nueva deuda. El Loan to Value (LTV) se estima en 41% incorporando la emisión de la Serie II, en base a valor de los lotes.

**Sponsor con moderada experiencia:** Los accionistas de LTD poseen experiencia mayormente en el proceso de loteo y acondicionamiento de barrios cerrados, pero hasta el momento las ventas se han generado a partir de la venta de lotes y no en el producto final de casas habitables, a excepción del proyecto La Toscana, del cual ya han sido construidos y comercializados por el grupo La Tahona (Runtuna) 3 torres de apartamentos, una cuarta torre en proceso y quedando prevista la construcción de 4 torres adicionales. De todas maneras, FIX considera que la complejidad del proyecto es relativamente baja, siendo que la construcción será a través de la modalidad de llave en mano, reduciendo las dificultades logísticas y constructivas.

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

## Sensibilidad de la calificación

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

La calificación podría subir en caso de un lanzamiento comercial con preventas por encima de lo proyectado, y precios y costos de acuerdo al modelo.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Vencimientos escalonados:** La compañía posee un nivel de deuda de USD 21,7 millones correspondientes a la emisión de la ON Serie I. A la fecha la compañía planea una emisión de USD 40 millones que contaría con un underwriter por el 87,5% de los fondos. Los vencimientos de la misma empiezan a operar desde 2028 de manera parcial (50% de la ON Serie I), encontrándose escalonado hasta 2031 que es la fecha de finalización del proyecto. Si bien la compañía posee una baja liquidez, la misma se encuentra mitigada por el alto nivel de activos tanto de la compañía como a nivel grupo. LTD posee activos por USD 145 millones mientras que Runtuna posee activos por USD 58 millones.

## Anexo I. Resumen Financiero

### La Tahona Desarrollos (miles de USD, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas					
Normas Contables	NCA	NCA	NCA	NCA	NCA
Período	Año Móvil	Jun-24	2023	2022	2021
	Ult. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	(144)	(122)	(27)	(10)	(0)
Margen de EBITDA	(89,3)	(75,5)	N/A	N/A	N/A
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(3,7)	(8,0)	3,7	(0,2)	5,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(13.207,3)	(3.138,7)	N/A	N/A	N/A
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	186,4	249,4	94,2	(224,7)	6,2
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(0,6)	(2,1)	2,2	N/A	N/A
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(0,1)	(0,2)	(0,1)	N/A	N/A
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,5)	(0,1)
FGO / Cargos Fijos	(0,6)	(2,1)	2,2	N/A	N/A
FFL / Servicio de Deuda	(9,0)	(3,2)	(28,1)	(1,4)	(0,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(8,9)	(3,2)	(20,3)	(1,4)	0,0
FCO / Inversiones de Capital	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	(28,6)	(6,5)	22,9	(652,2)	(14,9)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(150,7)	(89,2)	(777,0)	(700,6)	(10,7)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(149,9)	(88,7)	(614,2)	(700,6)	(10,6)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	(150,7)	(89,2)	(777,0)	(700,6)	(10,7)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	83,5	(88,7)	(614,2)	(700,6)	(10,6)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,2	7,4	3,0	0,0	0,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	4,7	4,7	0,7	0,3	100,0
<b>Balance</b>					
Total Activos	22.625	22.625	24.891	6.930	0
Caja e Inversiones Corrientes	114	114	4.367	0	0
Deuda Corto Plazo	1.031	1.031	149	21	5
Deuda Largo Plazo	20.699	20.699	20.699	6.900	0
Deuda Total	21.729	21.729	20.848	6.921	5
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	21.729	21.729	20.848	6.921	5
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	21.729	21.729	20.848	6.921	5
Total Patrimonio	(964)	(964)	20	9	(11)
Total Capital Ajustado	20.765	20.765	20.868	6.930	(6)
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(1.973)	(2.463)	495	(11)	(0)
Variación del Capital de Trabajo	(19.343)	(2.603)	(16.744)	(19)	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(21.317)	(5.066)	(16.249)	(30)	(0)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0

Flujo de Fondos Libre (FFL)	(21.317)	(5.066)	(16.249)	(30)	(0)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	21.497	882	20.616	0	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	30	0
Variación de Caja	181	(4.184)	4.367	(0)	(0)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	161	161	0	0	0
Variación de Ventas (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT Operativo	(144)	(122)	(27)	(10)	(0)
Intereses Financieros Brutos	1.212	799	414	0	0
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(899)	(915)	11	(10)	(0)

## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- LTM: Año Móvil

## Anexo III – Características del Instrumento

### Obligaciones Negociables Serie I por hasta USD 60 millones

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

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

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

### Garantías de la emisión

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

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

### Valor de las Garantías:

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

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

### Sustitución de Garantías:

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

### Reducción de Garantías:

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

## Covenants/Condiciones

1. Nuevas Inversiones: El Emisor se abstendrá de realizar nuevas inversiones extrañas a su giro principal, es decir, de desarrollo de proyectos inmobiliarios y actividades conexas y/o de apoyo, no considerándose como inversiones extrañas al giro principal, por ejemplo y únicamente a título enunciativo, desarrollos inmobiliarios y construcción de edificios de propiedad horizontal, casas, condohoteles, y edificios de oficinas. La limitación aquí impuesta no regirá en caso de autorización expresa y por escrito de los Obligacionistas o sus representantes.
2. Asociación con Accionistas directos e indirectos: El Emisor no podrá asociarse para realizar ningún tipo de actividad establecida en su plan de negocios con su accionista directo, o con cualquiera de sus accionistas indirectos.
3. Límite al otorgamiento de fianzas solidarias futuras: El Emisor podrá otorgar fianzas solidarias, siempre y cuando sean realizables una vez que se haya amortizado el total de la emisión, siempre que la misma cuente con el voto conforme de dos o más Obligacionistas que representen más del 75% del monto de capital adeudado por la emisión de ON al momento de que se trate.
4. Dividendos: Para poder hacer efectiva la distribución de dividendos, el Emisor deberá cumplir con las siguientes condiciones:
  - a. El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo en el año 2023 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2022.
  - b. El Emisor no podrá distribuir dividendos en efectivo, ni provisionales, ni definitivos, durante el ejercicio 2024, 2025 y 2026 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2023, 2024 y 2025.
  - c. El Emisor podrá distribuir dividendos en el año 2027 hasta un máximo de USD 1.500.000 en efectivo de los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2026 siempre y cuando cumpla con el ratio: Prueba Acida Menor, definido como  $(\text{Activo Corriente} - \text{Bienes de Cambio Corrientes}) / \text{Pasivo Corriente}$ , mayor a 1 al cierre del ejercicio económico, según estados contables auditados, expresados en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo a las normas contables adecuadas en Uruguay, debiendo el Auditor Externo del Emisor acreditar el cumplimiento de este ratio.
  - d. El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo a partir del año 2028, luego de finalizado el periodo de gracia de capital, sin límite de monto si cumple con los siguientes ratios antes y luego de realizada la distribución:
    - i. **Endeudamiento I, definido como: Deuda Financiera Total/Total Activo inferior o igual a 60%.**

A los efectos del cálculo del referido ratio, se consideraran el Total de las Deudas Financieras dividido el Total de Activos. Para dicho cálculo se tomarán en consideración los Estados Contables Auditados del Emisor al cierre de cada ejercicio expresado en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo con las normas contables adecuadas en Uruguay, con excepción de los Bienes de Cambio que surgen de la valuación independiente anual.
    - ii. **Endeudamiento II, definido como: Deuda Financiera Total/EBITDA inferior o igual a 4,5.**

A los efectos del cálculo del referido ratio, se deberán considerar el Total de las Deudas Financieras dividido EBITDA (Resultado antes de Impuesto a la Renta, Depreciación, Amortización e Intereses) al cierre de cada ejercicio (año "t") que surjan de los Estados Contables Auditados del Emisor, expresados en su moneda funcional (dólares americanos), preparados de acuerdo a las a las normas contables adecuadas en Uruguay.
    - iii. **Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda mayor o igual a 1,30.**

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

**iv. Ratio de Cobertura del Servicio de Deuda =  $(EBITDA_t + Ctas\ x\ Cobrar_{t+1}) / (Capital\ Deuda\ Fin_{t+1} + Int\ Deuda\ Fin_{t+1}) \geq 1,30$**

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

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

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

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

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

### **Rescate anticipado**

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



## Anexo IV – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **9 de septiembre de 2024**, confirmó en **Categoría BBB+(uy)** a la calificación de Emisor de Largo Plazo de **La Tahona Desarrollos S.A.** y de las Obligaciones Negociables Serie I por hasta USD 60 millones vigentes. Se asignó **Perspectiva Estable**

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

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

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

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

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 anuales y trimestrales generales auditados hasta el 30/06/2024 (6 meses).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Grant Thornton.
- Información de gestión suministrada por la compañía (Proyecciones financieras, estudio de mercado realizado por Berenzstein, presupuesto detallado de construcción, tasación de los lotes, etc).
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables y Suplemento de Obligaciones Negociables Serie I por hasta USD 21 millones

### 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)



Lisandro Sabarino  
FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
C/R AFILIA A FITCH RATINGS



NERIA CECILIA INZEOLUN  
FIX SCR S.A.  
C/R AFILIA 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](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 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.