

Runtuna S.A. (Runtuna)

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor	A(uy)
Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 20 millones	A(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	30/06/18 (6 meses)	31/12/17 (12 meses)
Total Activos (US\$ miles)	45.648	46.952
Total Deuda Financiera (US\$ miles)	25.868	26.113
Ingresos (US\$ miles)	2.281	11.887
EBITDA (US\$ miles)	279	3.968
Deuda/ EBITDA	46,3	6,6
Flujo de caja operativo -FCO (US\$ miles)	1.815	3.708
EBITDA/Intereses	0,2	2,5

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

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analista Principal

Mariano de Sousa
Analista
5235 8141
mariano.desousa@fixscr.com

Analista Secundario

Gabriela Curutchet
Director Asociado
5235 8124
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Trayectoria y avanzado desarrollo de sus proyectos: La calificación contempla la trayectoria comercial y operativa de Runtuna, el avanzado grado de desarrollo de sus proyectos, su plan de expansión basado en deuda de largo plazo y los sólidos fundamentos del negocio. La compañía ha demostrado poder monetizar rápidamente sus proyectos con una alta rentabilidad y un eficiente control de los costos. En los tres últimos años Runtuna mostró una mejora del EBITDA y el flujo operativo, que le permitió aumentar su cartera de créditos por cobrar hasta US\$ 18 MM en octubre '18.

Solido plan de expansión: La calificación considera la experiencia de los sponsors en el desarrollo de clubes de campo, el importante reconocimiento de mercado de los proyectos "La Tahona", el importante stock disponible para la venta, y las perspectivas de crecimiento del segmento en el mercado Uruguayo. La ubicación estratégica y los bajos precios de los proyectos relativo a otros barrios que son competencia en las cercanías de Montevideo, son factores que permiten estimar una tendencia al aumento de los precios en el largo plazo.

Baja complejidad de las obras de y buena flexibilidad operativa: La venta de lotes para propiedad horizontal presenta características operativas beneficiosas. Al tratarse de barrios, los proyectos pueden venderse por etapas en función de la demanda, lo que otorga flexibilidad al presupuesto de inversiones. Asimismo, el ciclo de entrega de las unidades es relativamente corto. Entre el lanzamiento comercial y el final de las obras median generalmente entre 9 y 15 meses, por lo que la compañía puede valorizar rápidamente sus activos. El desarrollo de proyectos de propiedad horizontal (La Toscana, Olivos y Club del Lago) brindan mayor rentabilidad en detrimento de la flexibilidad operativa.

Expansión fondeada con deuda de largo plazo: La compañía enfrenta un fuerte cronograma de inversiones por más de US\$ 30 MM en los próximos 5 años. El plazo de repago de la ON, con vencimiento final en 2025 convertible en acciones en el año 2021 a opción del tenedor y período de gracia de capital de 5 años, dará tiempo a Runtuna para desarrollar su cartera de activos. FIX prevé que en 2018 los ratios de endeudamiento contra flujo resulten elevados. No obstante esto se encuentra por soportado por el aumento en el valor de los activos.

Garantías: Las ON se encuentran garantizadas a través de Fideicomisos al que se ceden inmuebles y/o créditos considerados a un valor de descuento. Fix no otorga fortaleza adicional a las ON Serie 2 por su paquete de garantía, dado una composición de inmuebles con una mayor proporción de activos de uso exclusivo (Cancha de Golf, Club House, etc.). Al 30/06/2018 el valor de la garantía después del descuento era de US\$ 26.2 millones, cubriendo en un 127% el valor de la deuda.

Sensibilidad de la calificación

Runtuna encaró un plan de inversión a largo plazo y la perspectiva es estable hasta tanto el plan de inversiones se consolide. FIX no espera mejoras en la calificación en los próximos dos años. Una baja podría darse ante una caída fuerte de los niveles de ventas en un escenario recesivo, que ponga presión sobre la liquidez, no acompañada por una merma en el nivel de inversiones. El desarrollo de proyectos de propiedad horizontal podría amplificar el riesgo de descalce entre ingresos y egresos.

Liquidez y estructura de capital

Adecuada estructura de capital: La deuda financiera a junio '18 ascendió a US\$ 25.8 millones no teniendo vencimientos significativos hasta 2021. A octubre 2018 Runtuna contaba créditos por cobrar hasta 2028 por US\$ 18 millones.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a septiembre'18 han sido estimados anualizando las cifras semestrales.

Resumen Financiero - Runtuna

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Periodo

	NIIF jun-18 6 meses	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses	NIIF 2014 12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	279	3.968	3.851	2.143	4.134
EBITDAR Operativo	279	3.968	3.851	2.143	4.134
Margen de EBITDA	12,2	33,4	36,3	27,5	47,8
Margen de EBITDAR	12,2	33,4	36,3	27,5	47,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	2,5	10,1	14,4	10,4	6,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,4	(18,5)	(71,3)	(52,8)	0,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(42,3)	34,5	15,6	0,5	16,3
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,7	2,4	3,1	1,7	2,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,2	2,5	2,6	1,2	7,7
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	0,2	2,5	2,6	1,2	7,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,1	0,7	1,4	1,2	1,5
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,1	0,7	1,4	1,2	1,5
FGO / Cargos Fijos	0,7	2,4	3,1	1,7	2,4
FFL / Servicio de Deuda	0,4	(0,1)	(2,2)	(1,3)	0,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,7	0,2	(1,8)	2,1	0,5
FCO / Inversiones de Capital	1,1	0,6	0,1	0,9	1,0
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	14,2	6,7	5,1	7,2	7,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	46,3	6,6	6,1	10,0	2,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	43,1	6,1	5,9	7,2	2,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	46,3	6,6	6,1	10,0	2,3
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	43,1	6,1	5,9	7,2	2,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,4	6,5	6,6	11,7	6,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	16,3	15,0	5,7	0,1	23,5
Balance					
Total Activos	45.648	46.952	41.915	37.143	27.571
Caja e Inversiones Corrientes	1.820	1.964	967	6.101	750
Deuda Corto Plazo	4.221	3.914	1.344	14	2.221
Deuda Largo Plazo	21.648	22.199	22.152	21.512	7.250
Deuda Total	25.868	26.113	23.496	21.526	9.471
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.868	26.113	23.496	21.526	9.471
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.868	26.113	23.496	21.526	9.471
Total Patrimonio	10.000	12.364	8.724	7.462	10.721
Total Capital Ajustado	35.869	38.478	32.219	28.988	20.192
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(318)	2.294	3.167	1.194	733
Variación del Capital de Trabajo	2.133	1.413	(1.920)	4.407	3.568
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.815	3.708	1.247	5.601	4.301
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.714)	(5.910)	(8.820)	(6.416)	(4.245)
Dividendos	0	0	0	(3.300)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	101	(2.203)	(7.573)	(4.115)	56
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	66	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	392	0	(264)
Variación Neta de Deuda	(245)	3.200	1.980	12.054	630
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(144)	997	(5.134)	7.939	422
Estado de Resultados					
Ventas Netas	2.281	11.887	10.620	7.788	8.645
Variación de Ventas (%)	(78,5)	11,9	36,4	(9,9)	(5,3)
EBIT Operativo	241	3.892	3.759	2.143	4.095
Intereses Financieros Brutos	1.227	1.610	1.478	1.810	540
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(2.364)	3.641	1.260	41	1.609

Anexo II. Glosario

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

Anexo III. Características de las Obligaciones Negociables

Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 20 MM

El 10 de julio 2015 la compañía emitió Obligaciones Negociables Convertibles en acciones Serie 2 por un valor de US\$ 20 MM. Dichas ON se utilizaron para canjear parte de las ON Serie 1 por US\$ 3.3 MM, cancelar el saldo de la ON Serie 1 por US\$ 0.725 MM y el remanente (aprox. US\$ 16MM) se va utilizar para el plan de obras contemplados en el prospecto de emisión.

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

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

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

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

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

Garantías de la emisión

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

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

Valor de las Garantías al 30/06/2018:

El valor total de los activos cedidos al fideicomiso alcanzan los US\$ 26.2 MM. De esta forma, la garantía en Inmuebles y Cuentas por Cobrar representa el 127% del monto adeudado a dicha fecha.

Sustitución de Garantías:

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

Adecuación de Garantías:

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

Covenants/Condiciones

- **Endeudamiento.** Ratio de endeudamiento definido como deuda financiera/activos inferior al 65% hasta 2019 inclusive y 55% a partir de 2020.
- **Pari Passu.** Las obligaciones asumidas por el emisor estarán en todo momento, cuando menos en un mismo grado de preferencia que las demás deudas financieras no garantizadas contraídas o que contraiga en un futuro el Emisor.
- **Cobertura de Servicio de Deuda.** El emisor deberá mantener un ratio de cobertura de servicio de deuda al cierre de su ejercicio anual que: i) deberá ser mayor o igual a 1,25 para el año 2015, ii) mayor o igual a 1,25 para el año 2016 al 2020 inclusive y iii) mayor o igual a 1,5 desde el año 2021 hasta el vencimiento.
- **Dividendos.** Para poder hacer efectiva la distribución de dividendos, el Emisor deberá cumplir con las siguientes condiciones:
 - i) El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo en el año 2015 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2014.
 - ii) El Emisor no podrá distribuir dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, durante los ejercicios 2016 y 2017.
 - iii) El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 30% (treinta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2018.
 - iv) El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 40% (cuarenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2019.
 - v) El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 50% (cincuenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2020.
 - vi) El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 60% (sesenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2021.

Adicionalmente, para poder distribuir dividendos deberá cumplir con determinados ratios específicos de cobertura de deuda y liquidez. Asimismo, para el caso que ejerza la posibilidad de postergación de una cuota de amortización de capital, el emisor no podrá distribuir dividendos hasta que dicha cuota sea cancelada.

Organizador: Posadas & Vecino Negocios S.R.L.

Asesor Legal: Estudio Posadas, Posadas & Vecino

Agente de Registro: Bolsa de Valores de Montevideo.

Anexo II. 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 28 de noviembre de 2018, confirmó en **Categoría A(uy)** a la calificación de Emisor y a las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 20 MM emitidas Runtuna S.A.

La calificación cuenta con **Perspectiva Estable**.

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

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

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

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

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el 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.

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

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Fuentes

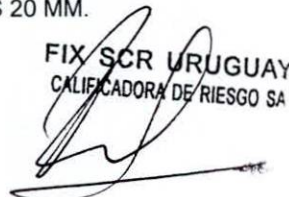
- Balances generales auditados hasta el 30/06/2018.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Grant Thornton.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables.
- Suplemento de Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 20 MM.

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA





Agente de Pago: Bolsa de Valores de Montevideo.

Representante de Obligacionistas: Bolsa de Valores de Montevideo.

Fiduciario del Fideicomiso de Garantía: Fiduciaria Posadas & Vecino.

Underwriter de la emisión: Puente Corredor de Bolsa S.A.

Auditor Contable del Emisor: Grant Thornton

Ley y jurisdicción aplicable: República Oriental del Uruguay

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 los 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 [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). 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 LÍDER 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. lleva a cabo la investigación fáctica 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.