

Runtuna S.A.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación y asignación de Perspectiva Negativa: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de Runtuna S.A. (Runtuna) y de las Obligaciones Negociables Serie II emitidas por la compañía en A(uy) y asignó Perspectiva Negativa. La calificación se sustenta en el portafolio de activos que, a diciembre 2023, estaban valuados en USD 58,9 millones según estimaciones de la compañía, con deuda por un total de USD 15 millones, resultando en un Loan to Value (LTV) del 25%, considerado conservador. No obstante, existe alta concentración de sus ventas (boletos de reservas) hacia la compañía relacionada La Tahona Inversiones S.A. (LTI) y La Tahona Desarrollos (LTD), con operaciones cerradas en 2021, 2022 y 2023 que representaron el 83% y 85% y 95%, respectivamente. La Perspectiva Negativa se fundamenta en la ajustada liquidez para hacer frente a los pagos de deuda, con vencimientos de la ON Serie II por USD 4,5 millones (capital e intereses) en julio 2024, con riesgo de contraparte ante menor liquidez de su principal contraparte LTI, pasando de un nivel de caja USD 24,7 millones en diciembre 2022 a USD 0,9 millones en diciembre 2023 y ante una emisión de LTD que se proyectaba fuera por USD 60 millones habiendo captado sólo USD 21 millones, sumado a un covenant de deuda por la ON que se encontraba en el límite a diciembre 2023 (EBITDA + Cuentas por cobrar / Servicios de deuda). Esta situación, se encuentra mitigada por la flexibilidad financiera otorgada por el grupo debido al portafolio de activos que pueden usarse como garantía de eventuales préstamos. A la fecha, la compañía posee líneas de créditos con bancos disponibles por USD 3 millones.

Deuda contingente: En julio 2021 Runtuna se constituyó en fiadora solidaria e indivisible, lisa y llana pagadora de cualquier obligación presente o futura que asuma LTI, por la emisión de Obligaciones Negociables por hasta USD 80 millones. En noviembre 2021 LTI emitió ON por USD 40 millones con vencimiento final en 2031 y amortización en 7 cuotas anuales y consecutivas a partir del quinto año desde la emisión. De acuerdo a lo manifestado por el emisor, no tendría incidencia en los actuales covenants del fideicomiso en garantía de la Obligación Negociable Serie II vigente dado que ambas sociedades no se encuentran vinculadas legalmente. Asimismo cabe aclarar que la garantía se encuentra sometida a la condición suspensiva de que Runtuna cancele de forma total el pago del capital e intereses adeudados y haya cumplido con todas sus obligaciones según la emisión pública de las ON convertibles en acciones que fueran emitidas por dicha sociedad el 10 de julio de 2015 bajo la Serie II, contemplando todas las modificaciones que la emisión pueda sufrir, sobre todo en lo que respecta a su plazo. Por lo tanto, la presente fianza entraría en vigencia una vez cumplida la condición y se mantendría vigente hasta tanto no se extingan todas las obligaciones asumidas por Runtuna con los tenedores de las mencionadas ON. Adicionalmente, LTI compra activos que Runtuna le vende, por lo tanto parte de esa deuda tendrá como propósito aplicarse parcialmente a la cancelación de esas transacciones. Por todo lo anterior, se considera la deuda de LTI como contingente para Runtuna, en la medida que quede cumplida la condición suspensiva, las que consolidadas a diciembre 2023 suman USD 58,5 millones (USD 14,9 millones propia de Runtuna, 43,6 millones de LTI), con ratio de deuda neta a EBITDA de 10,8x. Asimismo, LTI presenta otros activos por USD 60,4 millones a diciembre 2023 (sin considerar caja).

Sólida cartera de activos y avanzado desarrollo de sus proyectos: La calificación contempla la trayectoria comercial y operativa de Runtuna, el avanzado grado de desarrollo de sus proyectos, su plan de expansión y comercialización soportado por la revalorización de tierras en el mediano plazo. La compañía posee 227.527 m² comercializables cercanas a Montevideo, que a precios

Informe Integral

Calificaciones

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

Resumen Financiero

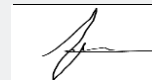
Runtuna S.A.		
Consolidado	31/12/23	31/12/22
(USD miles)	12 meses	12 meses
Total Activos	52.367	57.800
Deuda Financiera	14.877	23.085
Ingresos	11.353	4.829
EBITDA	5.380	1.638
EBITDA (%)	47,4	33,9
Deuda Total / EBITDA(x)	2,8	14,1
Deuda Neta Total / EBITDA(x)	13,9	13,9
EBITDA/Intereses(x)	3,7	1,1

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

Criterios Relacionados

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

Analistas



Analista Principal
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



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



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

actuales según estimación de la compañía representan activos por alrededor de USD 58,9 millones. La ubicación estratégica y los bajos precios de los proyectos relativo a otros barrios que son competencia, son factores que permiten comercializar sus proyectos con relativa rapidez. Al tratarse de barrios, los proyectos pueden venderse por etapas en función de la demanda, lo que otorga flexibilidad al presupuesto de inversiones. Asimismo, el ciclo de entrega de las unidades es relativamente corto estimado en 9 y 15 meses, por lo que la compañía puede valorizar rápidamente sus activos. Durante 2023 se cerraron operaciones de venta (boletos de reservas) por 3 unidades que representaron un monto de USD 2,3 millones, por debajo del promedio de los últimos 11 años (USD 9,2 millones).

Alta concentración de ventas y cuentas por cobrar: El total de operaciones de venta (boletos de reservas) cerradas en 2021 fueron por USD 23,3 millones, en 2022 por USD 4,1 millones y en 2023 por USD 11 millones, de la cuales las ventas a compañías relacionadas (LTI y LTD) representaron el 83%, 85% y 95% respectivamente. Los créditos por cobrar con LTI ascienden a USD 4,8 millones, representando el 39% del total a diciembre 2023.

Activos brindan soporte al financiamiento: A diciembre 2023 la deuda de Runtuna ascendió a USD 14,9 millones (vs. USD 23,1 millones en diciembre 2022). El ratio de LTV resultó en 25% y el ratio de (EBITDA + créditos por cobrar corrientes) / Servicio de Deuda en 1,5x. El 100% del endeudamiento financiero se encuentra garantizado o con hipotecas o cesión de cuentas por cobrar. Los activos podrían brindar soporte para endeudamiento adicional o refinanciación. A diciembre 2023 Runtuna contaba con una ajustada liquidez de 0,7x (EBITDA + Disponibilidades / Deuda corriente), aunque se destaca que las cuentas por cobrar corrientes a diciembre 2023 ascendían a USD 7,8 millones, de los cuales USD 5,7 son con la sociedad relacionada LTI y USD 0,8 son con la sociedad relacionada LTD.

Garantías: Las ON se encuentran garantizadas a través de Fideicomisos al que se ceden inmuebles y/o créditos considerados a un valor de descuento. FIX no otorga fortaleza adicional a las ON Serie II por su paquete de garantía, dado una composición de inmuebles con una mayor proporción de activos de uso exclusivo (Cancha de Golf, Club House, etc.). A diciembre 2023 el valor de la garantía después del descuento era de USD 14,4 millones, cubriendo en un 173% el valor de la deuda, con créditos por cobrar en 2024 por contratos cedidos al fideicomiso por USD 1,5 millones, según información de gestión a diciembre 2023.

Sensibilidad de la calificación

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

Liquidez y Estructura de Capital

Relativa flexibilidad financiera: A diciembre 2023 la caja y equivalentes alcanzaban los USD 0,2 millones. En julio 2023 la compañía realizó el pago correspondiente a la tercera (de cinco) amortización anual de capital e interés por cerca de USD 4,4 millones por la ON Serie II. Asimismo, en diciembre 2023 se realizó el pago anticipado de ON privada por USD 4,1 millones, quedando un saldo remanente por USD 1,9 millones con vencimiento en 2025. Por su parte, las cuotas por cobrar representan USD 10,7 millones, sumado a las líneas de crédito disponibles con bancos. La liquidez durante 2023 podría verse presionada de no monetizar nuevas ventas en forma significativa durante el presente ejercicio y/o no conseguir cobrar en tiempo y forma los créditos por ventas. De todas formas, la compañía tiene flexibilidad para retrasar obras y/o vender su importante stock de lotes a precio de descuento obteniendo liquidez, adicionalmente a la posibilidad de tener financiamiento adicional con garantía de las tierras.

Perfil del Negocio

Runtuna S.A. es una sociedad constituida en Uruguay en 2007 que desarrolla el emprendimiento inmobiliario denominado "La Tahona". La Tahona surgió en 1993 como uno de

los primeros Clubes de Campo de Uruguay, y actualmente se destaca por su reconocimiento y desarrollo. Está ubicada en el Departamento de Canelones, a 20 minutos de Montevideo, 10 minutos de Zonamérica y 5 minutos del Nuevo Aeropuerto de Carrasco. En la actualidad viven más de 2.000 personas en más de 800 casas construidas.

La estrategia de la compañía se basa en expandir su oferta de lotes y clubes de campo a través de una oferta multi-producto para lo cual adquirió activos estratégicos en zonas linderas. Los proyectos se segmentan en Barrios Cerrados (Suburbanos), Chacras (rural) y Propiedad Horizontal según la reglamentación aplicable.

A diciembre 2023 Runtuna posee un portafolio de inmuebles para la venta, que según surge de sus estados contables, están valuados en USD 2 millones.

Los proyectos de Runtuna son los siguientes:

- Club de campo "Lomas de la Tahona" (Lote): se encuentra prácticamente comercializado en su totalidad quedando 1 macrounidad designada a hotelería y otras tres macrounidades destinadas al club-house, driving y cancha de golf.
- Club de campo "Altos de la Tahona": se encuentra comercializado en su totalidad quedando una macrounidad destinada al club-house, y cancha de golf.
- "Viñedos de la Tahona": comercializado en su totalidad, está orientado a viviendas y espacios para la producción de viñedos y contará con un Club House especialmente diseñado como una bodega boutique.
- "Chacras de la Tahona Fase I": conformado por treinta chacras rurales de unos 5.000 m² promedio de las cuales se encuentran comercializados en su totalidad.
- Club de campo "Mirador de la Tahona": continuando la propuesta de Altos de la Tahona como un nuevo barrio joven, que también se encuentra totalmente comercializado.
- "La Toscana en la Tahona": ya han sido construidos y comercializados en su totalidad la torre de apartamentos B y D y finalizada la torre A, y se encuentra en construcción 1 torre quedando prevista la construcción de tres torres más de dos y tres plantas. En el año 2024 se comienza la construcción de una de las torres.

Adicionalmente, posee proyectos a desarrollar, con terrenos de su propiedad, por un total de 198.396 m² comercializables que bajo los precios actuales representarían ingresos futuros por USD 53,7 millones. Adicionalmente la venta de proyectos de PH por 7 módulos (3 construidos y 1 en construcción a la fecha) representaría ingresos por USD 3 millones adicionales.

A la fecha, la mayor parte de las inversiones correspondientes a los proyectos desarrollados comercialmente ya fue realizada. El riesgo de construcción para el negocio de lotes, chacras y macrolotes se considera moderado dadas las características de las obras y la experiencia de la compañía. A su vez, debido a que se tratan de ampliaciones de los proyectos actuales existen sinergias con las inversiones ya realizadas.

A diciembre 2023, la compañía presenta créditos por cobrar por USD 12,1 millones, producto de boletos de reserva realizados, a cobrar durante 2024 la suma de USD 6,5 millones. Del total de USD 12,1 millones, USD 4,8 millones corresponden a créditos por cobrar con la sociedad relacionada La Tahona Inversiones S.A. (LTI), USD 2,4 millones 2024 y el mismo monto en 2025.

El grupo, por su parte, a través de LTI y LTD suma los siguientes proyectos:

- Cavas de La Tahona I: Consta de dos etapas: La primera consta de 31,9 has., compradas a Runtuna, y generará 143 lotes vendibles. Este proyecto ha avanzado en sus obras habiendo realizado un prelanzamiento de 100 lotes durante octubre del 2021 y de los cuales, al día de la fecha, ya se han comercializado 77 lotes. En julio del 2022 se realizó un segundo lanzamiento de 64 lotes de los cuales se han comercializado hasta la fecha 34 lotes.
- Cavas de La Tahona II: Consta de 44 has, compradas también a Runtuna, las cuales permiten generar 154 lotes. Dicha etapa aún está en proceso de obras y se estima destinar la venta de la mayoría de dichos lotes a La Tahona Desarrollos S.A. para que

desarrolle lo proyectado en la nueva emisión generando un producto llave en mano. Comercialmente esta etapa tendrá un valor mayor por m². La inversión en infraestructura prevista, y la ubicación del predio, permitirán, una vez lanzado comercialmente el proyecto, defender el valor del m² ya que se contará con la venta completa de Cavas I, proyecto que a su vez quedaría integrado al paisaje de Lomas de La Tahona, y al ingreso a través de Cavas I.

Adicionalmente se desarrollarán los siguientes proyectos:

- Oficinas corporativas: Consiste en el desarrollo de un complejo de oficinas en edificios “inteligentes” al estilo del Silicon Valley de California (con viabilidad con el centro comercial). Esta propuesta innovadora está siendo llevada adelante realizando gestiones tendientes a obtener la declaración de alguno de los edificios corporativos como zona franca (tal como Zonamerica, WTC o Aguada Park).
- Cavas de la Tahona III: Constade un área total de 67 has, siendo un terreno comercializable de 330 mil m². A la fecha se cuenta con los permisos para llevar adelante el emprendimiento. El terreno fue comprado a Runtuna

Finalmente, a través de la sociedad La Tahona Desarrollos, el grupo tiene como objeto la adquisición de lotes específicos, hoy propiedad de La Tahona inversiones, para la construcción de m² residenciales, y posible desarrollo de espacios corporativos con el objeto de optimizar la apreciación de m² de la tierra y obtener así una estructura financiera solvente que le garantice, tanto a La Tahona Inversiones como a La Tahona Desarrollos, una rentabilidad atractiva. Esto se enmarca dentro de una estrategia global de consolidación de la estructura corporativa del grupo La Tahona que busca simplificar y unificar los procesos de administración y las unidades de negocios. El proyecto comprende la construcción y venta de 250 lotes bajo la modalidad de llave en mano. El Grupo estima que el 30% de las ventas se realizarán al contado y el 70% con financiación hasta 10 años. Las ventas financiadas suponen un adelanto del 30% y financiación del 70% restante. El desarrollo estima una inversión total de USD 162 millones a lo largo de los 10 años del proyecto. La Desarrolladora ha constituido un Fideicomiso de Garantía transfiriendo Inmuebles, Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles y dinero en efectivo, a los efectos de conformar un Patrimonio Autónomo. Por el momento no se ha definido las tierras a incorporarse al fideicomiso de garantía ya que BCU aceptó que la garantía de la emisión sea la misma emisión hasta que se defina este punto. En un principio las tierras a incorporarse a futuro en dicha garantía no serán parte del banco de tierras ni de Runtuna, ni de La Tahona Inversiones.

Administración y Calidad de los accionistas

La compañía es controlada por el Sr. Felix Leandro Añón quien posee el 53,4% del paquete accionario. El 46,6% restante pertenece a Nicolás Añón (12,4%), Francisco Añón (12,4%), Ignacio Añón (12,4%), Máximo Jonas (5,2%), Carlos Paez (2,6%), Jack Orr (0,5%), Gustavo Heber (0,6%) y Carlos Heber (0,6%). Runtuna, de la mano de sus accionistas surgió en 1993 como uno de los primeros Clubes de Campo de Uruguay, y actualmente se destaca por su reconocimiento y desarrollo.

Los balances son auditados por Grant Thornton y utilizan Normas Internacionales de Información Financiera (“NIIF”).

Posición competitiva

Runtuna se ubica en un mercado objetivo de habitantes de Montevideo con un perfil de ingresos alto y medio-alto, en el que además existe un importante componente de extranjeros que principalmente trabajan en Zonamérica. Los principales competidores de la compañía corresponden a los barrios desarrollados en la zona de Carrasco y otros barrios cerrados en Canelones. En Carrasco se evidencia una escasez de oferta de terrenos para el desarrollo de nuevos barrios y precios de tierras más elevados. La principal fortaleza de La Tahona surge de la marca y la infraestructura ya desarrollada, así como también de la ubicación estratégica de sus barrios. A su vez, los Campos de Golf en los barrios Lomas (18 hoyos) y Altos (9 hoyos par 3) funcionan como una barrera de entrada para nuevos competidores.

Estrategia del management

La estrategia de la compañía se basa en expandir su oferta de lotes y clubes de campo a través de una oferta multi-producto para lo cual adquirió activos estratégicos. La compañía apunta a la valorización de las tierras, aprovechando las obras de infraestructura ya realizadas y las sinergias que pueden obtenerse entre los distintos proyectos. En la actualidad la compañía espera seguir desarrollando nuevos barrios (Urbanización) y continuar incursionando en la venta de condominios de propiedad horizontal (La Toscana, Olivos y Club del Lago). En los nuevos desarrollos la compañía buscará un socio constructor que mitigue el riesgo de construcción y reduzca las necesidades de financiamiento de este tipo de proyectos.

Riesgo del Sector

El desempeño del negocio inmobiliario está vinculado a la evolución de la actividad económica en cuanto a la demanda y nivel de precios. No obstante, en períodos de incertidumbre la inversión en bienes raíces puede actuar como reserva de valor. Al tratarse de proyectos de largo plazo, en su transcurso pueden variar las condiciones económicas (inflación, tipo de cambio, precios), y afectar la rentabilidad esperada de los emprendimientos. En los últimos años los precios continuaron la tendencia alcista siendo Montevideo la ciudad con el metro cuadrado más caro de la región con USD 3.100 por m², mientras que la demanda de viviendas empezó a recuperarse.

Factores de Riesgo

- Ciclicidad del mercado inmobiliario, el cual muestra una fuerte correlación con la economía local.
- Necesidad de aprobaciones gubernamentales.
- Concentración de contrapartes.
- Necesidad de mantener el volumen de ventas con el fin de hacer frente a sus obligaciones, mitigado por la conformación de una cartera de créditos que alcanza para cubrir gran parte de los servicios de deuda.

Perfil Financiero

Rentabilidad

El EBITDA del ejercicio 2023 ascendió a USD 5,4 millones, frente a los USD 1,6 millones del año anterior, con margen de EBITDA en 47% y 34%, respectivamente. El margen EBITDA del 47% se posicionó por encima del promedio del 39,8% de los últimos 11 años. Las ventas (escrituras) se aumentaron en 2022 a USD 11,4 millones desde USD 4,8 millones en 2022 y los gastos de administración y ventas aumentaron a USD 2,4 millones desde 2 millones 2022.

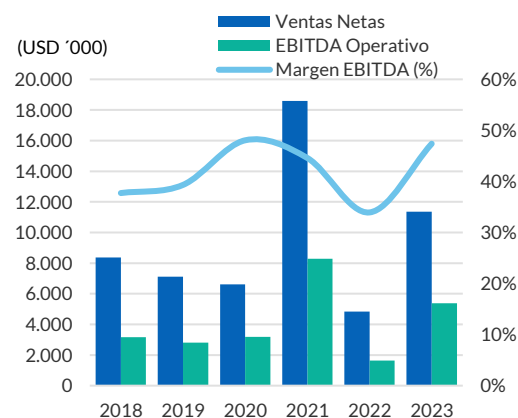
Las ventas y el EBITDA están afectados por el método de contabilización, el cual reconoce las ventas al momento de la escrituración de las propiedades. Tanto las ventas de 2022 y 2021 fueron impulsadas principalmente por ventas a la compañía relacionada LTI. En 2023, las ventas fueron impulsadas principalmente por LTI (USD 8,9 millones por 5 lotes de Chacras II) y por LTD (USD 1,9 millones por un lote de Casahona) representando entre ambas el 95% de las ventas de la compañía en 2023.

A la fecha la compañía posee boletos de venta en el orden de los USD 2,3 millones, impulsadas principalmente por las ventas en la Toscana (USD 1,8 millones). FIX espera que el EBITDA se mantenga en los niveles entre el 30%/40%.

Flujo de Fondos

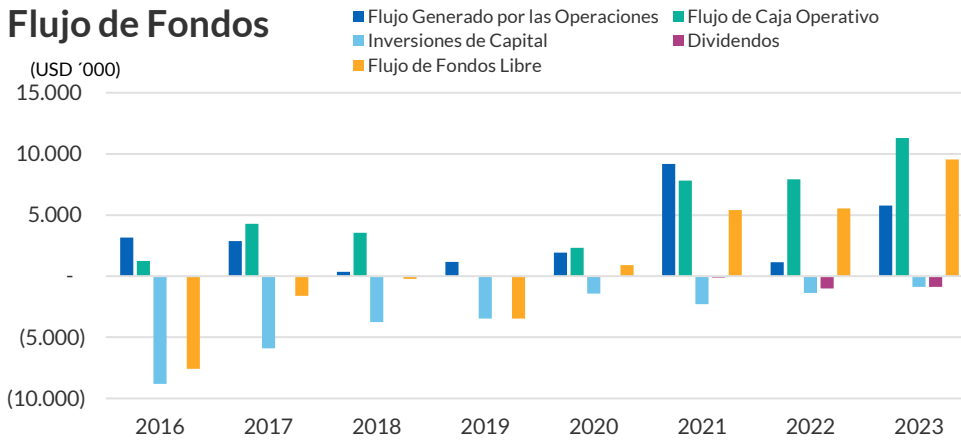
En 2023 el flujo generado por operaciones resultó positivo al igual que los últimos 11 años anteriores, en esta oportunidad por USD 5,8 millones, frente al promedio de USD 2,9 millones. La variación del capital de trabajo fue positiva por USD 5,5 millones debido en gran parte a una disminución en las cuentas por cobrar de USD 5,3 millones por cobranzas a de ventas realizadas en 2023 a LTI principalmente y de los inventarios por USD 0,7 millones, dando como resultado que el flujo de caja operativo resultó positivo en USD 11,3 millones, el que sumado a variación de caja de USD 0,1 millones, se utilizaron para aplicar a inversiones de capital (USD 0,9 millones), pago de deuda (USD 9,6 millones) y pago de dividendos (USD 0,9 millones).

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

USD '000	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	10.620	11.887	8.371	7.122	6.610	18.589	4.829	11.353
Flujo Generado por las Operaciones	3.167	2.877	366	1.172	1.918	9.165	1.141	5.774
Variación del Capital de Trabajo	(1.920)	1.413	3.175	(1.167)	412	(1.345)	6.778	5.520
Flujo de Caja Operativo	1.247	4.290	3.541	5	2.330	7.820	7.919	11.294
Inversiones de Capital	(8.820)	(5.910)	(3.754)	(3.480)	(1.435)	(2.288)	(1.377)	(884)
Dividendos	-	-	-	-	-	(120)	(1.000)	(875)
Flujo de Fondos Libre	(7.573)	(1.620)	(213)	(3.475)	894	5.412	5.542	9.535

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Durante 2024 vencen cuotas de boleto de venta firmados por un total de USD 6,4 millones, con vencimientos de deuda por USD 7,5 millones (USD 4 millones de ON pública, USD 1 millón ON privada y USD 2,5 millones préstamo bancario) e inversiones de capital esperadas por USD 1,1 millones (para destinar a los departamentos en La Toscana).

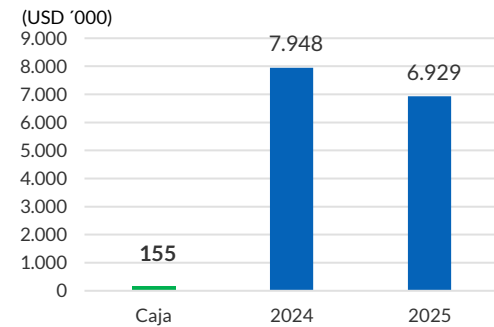
Liquidez y Estructura de capital

Hasta 2019 las necesidades de fondos de la compañía fueron financiadas con mayor endeudamiento financiero, llegando ese año a su pico de USD 32,4 millones, habiendo disminuido a diciembre 2023 a USD 14,9 millones, luego de pagos de capital de las ON Serie II de USD 12 millones en total entre 2020 y 2022 y del pago anticipado USD 4,1 millones por la ON privada en 2023. A diciembre 2023, la deuda está compuesta por la ON Serie II por USD 8 millones, préstamos bancarios por USD 2,5 millones y ONs privadas por USD 2,9 millones. En 2024, la compañía enfrenta vencimientos de ON por USD 5 millones y bancarios por USD 2,5 millones.

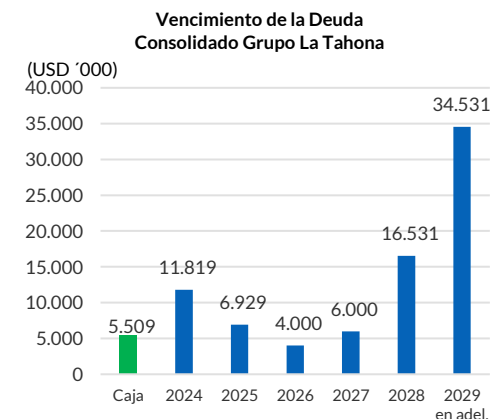
El ratio de deuda a EBITDA resultó en 2,8x a diciembre 2023, aunque incorporando los créditos por cobrar de corto plazo el ratio "(EBITDA + créditos por cobrar T+1)/Servicio de Deuda t+1" resulta en 1,5x, encontrándose al límite del cumplimiento del covenant de la ON pública. El ratio Loan to Value, por su parte, resultó en 33%, considerado conservador, brindando los activos de la compañía soporte para endeudamiento adicional o refinanciación.

Asimismo, siendo que LTI compra principalmente los activos que Runtuna le vende, que tomó deuda con ese propósito y que la misma está garantizada por Runtuna, es que se considera la deuda de LTI como contingente para Runtuna. Incorporando la deuda de LTI, que a diciembre 2023 suma USD 43,6 millones, la deuda consolidada asciende a USD 58,5 millones. La deuda de LTI se compone de ON públicas por USD 43,2 millones. Los vencimientos de la ON pública operan a partir de 2026, año posterior al vencimiento final de la ON de Runtuna, y es a partir de ese momento que se perfecciona la garantía de Runtuna. La caja y los vencimientos de deuda consolidados son los siguientes:

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A diciembre 2023 la caja y equivalentes eran de apenas USD 0,2 millones. En 2024 la compañía debe afrontar la amortización de capital e interés por cerca de USD 4,5 millones por la ON Serie II, USD 2,5 millones por préstamos bancarios y 1,3 millones por intereses de las ON privadas. No obstante, ya que las cuotas por cobrar ese año representan USD 6,5 millones, de los cuales USD 2,4 millones corresponden a la compañía relacionada LTI, sumado a las líneas de crédito disponibles con bancos por USD 3 millones a la fecha, sin embargo, posee limitantes para cumplir su ratio de deuda dado que el covenant de la ON de (EBITDA + Cuentas a Cobrar)/Servicios de deuda) se encuentra al límite. Cabe aclarar que a fines del 2023 se realizó un pago por USD 4,1 millones.

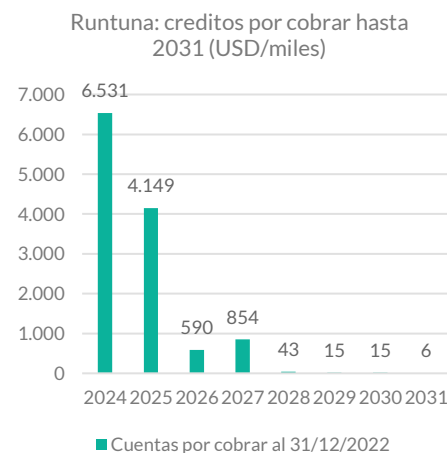
En cuanto a la liquidez del grupo, durante el 2023 se sufrió un deterioro de la liquidez pasando de una caja e inversiones corrientes de USD 26,5 millones en 2022 a nivel consolidado a una caja e inversiones de USD 5,5 millones en 2023. Esto genera que los ratios de cobertura de caja e inversiones sobre deuda de corto plazo se vean deteriorados llegando a 0,4x versus un ratio de 1,9x en 2022.

Adicionalmente, en 2024 la compañía posee cuentas por cobrar por USD 6,5 millones (considerando USD 2,4 millones de LTI) para el 2024 frente a vencimiento de deuda USD 11,8 millones a nivel grupo. En cuanto LTI, la compañía posee cuentas por cobrar en 2024 por USD 5,5 millones.

La liquidez durante 2024 podría verse presionada de no monetizar nuevas ventas en forma significativa durante el presente ejercicio. No obstante, la compañía tiene la flexibilidad de retrasar obras y/o vender su importante stock de lotes a precio de descuento obteniendo liquidez, adicionalmente a la posibilidad de tener financiamiento adicional con garantía de las tierras.

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que la flexibilidad financiera de Runtuna es adecuada dado que una nueva toma de deuda generaría que el covenant de la ON publica que mide el ratio de "(EBITDA + créditos por cobrar T+1)/Servicio de Deuda t+1" se encuentra al límite a diciembre de 2023 haciendo que cualquier toma de deuda adicional la compañía pase a incumplir el mismo. Como mitigante, en caso de necesidades de financiamiento cuenta con el soporte de los activos valuados a precios actuales en aproximadamente USD 56,1 millones



Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Runtuna S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas				
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2023	2022	2021	2020
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad				
EBITDA Operativo	5.380	1.638	8.289	3.177
Margen de EBITDA	47,4	33,9	44,6	48,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	6,6	3,0	11,1	7,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	84,0	114,8	29,1	13,5
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	24,3	1,7	22,8	6,0
Coberturas				
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,0	1,7	6,3	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,7	1,1	4,8	1,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,2	0,5	0,3
FGO / Cargos Fijos	5,0	1,7	6,3	2,0
FFL / Servicio de Deuda	1,2	0,8	0,4	0,3
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,2	0,9	0,5	0,3
FCO / Inversiones de Capital	12,8	5,8	3,4	1,6
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Total Ajustada / FGO	8,1	25,9	7,0	8,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,8	14,1	3,4	9,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,7	13,9	3,2	9,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,9	42,6	9,2	9,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	10,8	42,4	9,0	9,6
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	7,6	6,2	5,7	6,0
Balance				
Total Activos	52.367	57.800	63.419	59.669
Caja e Inversiones Corrientes	155	266	1.705	478
Deuda Corto Plazo	7.948	7.085	14.514	7.764
Deuda Largo Plazo	6.929	16.000	14.000	23.211
Deuda Total	14.877	23.085	28.514	30.975
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.877	23.085	28.514	30.975
Deuda Fuera de Balance	43.616	46.687	48.000	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	58.494	69.772	76.515	30.975
Total Patrimonio	25.829	21.200	21.842	18.216
Total Capital Ajustado	84.322	90.973	98.357	49.191
Flujo de Caja				
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	5.774	1.141	9.165	1.918
Variación del Capital de Trabajo	5.520	6.778	(1.345)	412
Flujo de Caja Operativo (FCO)	11.294	7.919	7.820	2.330
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(884)	(1.377)	(2.288)	(1.435)
Dividendos	(875)	(1.000)	(120)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	9.535	5.542	5.412	894
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0

Variación Neta de Deuda	(9.646)	(6.980)	(4.185)	(3.367)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0
Variación de Caja	(111)	(1.439)	1.227	(2.473)
Estado de Resultados				
Ventas Netas	11.353	4.829	18.589	6.610
Variación de Ventas (%)	135,1	(74,0)	181,2	(7,2)
EBIT Operativo	5.161	1.492	8.169	3.098
Intereses Financieros Brutos	1.438	1.551	1.724	1.907
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	5.503	358	4.326	720

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
- Has: hectáreas

Anexo III – Características del Instrumento

Obligaciones Negociables Serie II por hasta USD 20 millones

El 10 de julio 2015 la compañía emitió Obligaciones Negociables Convertibles en acciones Serie 2 por un valor de USD 20 millones. Dichas ON se utilizaron para canjear parte de las ON Serie 1 por USD 3.3 millones, cancelar el saldo de la ON Serie 1 por USD 0.725 millones y el remanente (aprox. USD 16 millones) se va a 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 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 USD 20 millones y en caso de 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 USD 85,2 millones. En caso de que el porcentaje de tenedores que ejerzan la opción de convertir sea menor al 100% y/o que el monto total emitido sea menor al monto máximo establecido, la participación de los inversores en el capital post – conversión se reducirá de forma proporcional.

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

Garantías de la emisión

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

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

Valor de las Garantías al 31/12/2023:

El valor total de los activos cedidos al fideicomiso alcanza unos USD 14,4 millones. De esta forma, la garantía en Inmuebles y Cuentas por Cobrar representa el 173% 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% de su valor de tasación, las Cuentas por Cobrar al 80% del mismo y el dinero en efectivo al 100%. La sumatoria de los bienes fideicomitidos 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% 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% 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% 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% de los resultados acumulados para el ejercicio 2021.

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

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

Anexo IV – Dictamen de Calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **25 de abril de 2024**, confirmó* en **Categoría A(uy)** a la calificación de Emisor y de las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta USD 20 millones emitidas por **Runtuna S.A.**, y asignó **Perspectiva 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.

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.

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

Fuentes

- Balances anuales generales auditados hasta el 31/12/2023.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Grant Thornton.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables.
- Suplemento de Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta U\$S 20 MM.

Criterios Relacionados

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



Lisandro Sabarino
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
C/R AFANADA 2 FITCH RATINGS



AYRA CECILIA INZUNZA
FIX SCR S.A.
C/R AFANADA 2 FITCH RATINGS

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A. (www.fixscr.com) Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación. La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.