

Tonosol S.A.

Factores relevantes de la calificación

Ingresos estables del segmento de oficinas, aunque con demoras en cobranzas: La reconversión del ex Hotel Sheraton Montevideo en un espacio de alquiler de oficinas, arrendando la totalidad del edificio a Master Mind S.A.S. (Grupo Sinergia), le agrega un segmento de real estate a Tonosol, el que le proporciona mayor estabilidad en la generación de flujos operativos, sumado a la experiencia del Grupo Sinergia en la actividad de alquiler de espacios de oficina y la menor exposición al riesgo de la actividad por arrendar el edificio entero. Como contrapartida, al estar el 100% de los ingresos concentrados en Master Mind, que ha tenido demoras en la finalización de la obra junto a mayores costos, surge como riesgo de contraparte para Tonosol las demoras en las cobranzas a esa compañía, que a la fecha presenta alquileres por cobrar equivalentes a 10 meses de alquileres. A diciembre 2023, este segmento representaba el 46% de los ingresos totales, pero con EBITDA de 87% sobre el total. Esta situación se encuentra mitigada frente al pago de las ON Serie I por la estructura de la garantía, que incluye principalmente contratos cedidos por la propia Master Mind. Asimismo, existe incentivo económico para finalizar la obra, la que se encuentra con un grado de avance a la fecha del 72%, con expectativas de finalizarse hacia fines de 2025 y una superficie alquilada de pisos ya desarrollados por un 63% sobre el total de m2 que contará el mismo al finalizarse.

Sólido posicionamiento de la marca hotelera y reactivación de la actividad: La compañía actualmente posee una propiedad hotelera, el Aloft Montevideo, ubicada en la exclusiva zona de Punta Carretas, la cual es operada mediante el contrato de gerenciamiento con Marriott International (vigencia hasta 2032). A diciembre 2023, el ingreso de este segmento (habitaciones, alimentos y bebidas, etc) representaba el 54% de los ingresos totales. En agosto de 2021 la compañía reactivó su actividad, luego del periodo más crítico de la pandemia, con un incremento gradual en el nivel de ocupación y ya en 2023 la misma exhibió tarifas y ocupación por encima de niveles prepandemia.

Corporate governance del grupo económico aporta previsibilidad: Según información proporcionada por la compañía, el grupo Sinergia estará realizando aportes a fin de cubrir la financiación residual de la obra en el ex Hotel Sheraton y para recomponer el capital de trabajo, confirmando su apoyo a la operación en Uruguay. FIX considera positivo el apoyo con impacto indirecto en Tonosol, siendo que Master Mind es su principal contraparte.

ON Serie I garantizada: Las obligaciones de la compañía se encuentran garantizadas a través de una hipoteca inmobiliaria del Aloft Hotel y el edificio donde funcionó el Sheraton, además de contratos de alquiler generados por Master Mind también cedidos en favor del fideicomiso. FIX considera que dichas garantías le otorgan a las ON Serie I un escalón adicional a la calificación de emisor de largo plazo de Tonosol. Según información provista por la compañía, los contratos cedidos en garantía cumplían a marzo 2024 con el ratio exigido.

Sensibilidad de la calificación

FIX espera que la compañía opere un nivel de deuda a EBITDA en torno a 6,4x para 2024 y reduciéndose gradualmente en los próximos años, con una cobertura de intereses mayor a 2x.

La calificación del emisor podría bajar ante incrementos significativos en la vacancia y/o reducción de precios en alquileres y/o tarifas hoteleras que impacten en la generación en el mediano plazo o ante un nuevo atraso en la remodelación del ex Hotel Sheraton Montevideo que afecte la generación de fondos por parte de Master Mind y posterior demora en los pagos de alquiler. Asimismo, la calificación del instrumento podría bajar en caso de mantenerse una ajustada posición de los créditos cedidos en garantía, con ratio de cobertura cercano al mínimo.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	BBB+(uy)
ON Serie I de USD 20 millones ampliable hasta por USD 30 millones	A-(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Tonosol S.A.		
Consolidado	31/12/23	31/12/22
(USD miles)	12 meses	12 meses
Total Activos	45.791	44.386
Deuda Financiera	17.856	18.851
Ingresos	8.281	7.674
EBITDA	3.854	2.671
EBITDA (%)	46,5	34,8
Deuda Total / EBITDA (x)	6,5	9,5
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	4,6	7,0
EBITDA/Intereses (x)	2,8	2,1

Criterios Relacionados

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

Analistas

Analista Principal
 Gustavo Ávila
 Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8100

Analista Secundario
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
 +54 11 5235 8100

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

La calificación del emisor podría subir una vez que la compañía logre consolidar todos sus segmentos de negocios y genere flujo de fondos libres de manera estable en el tiempo, al mismo tiempo que se logre finalizar la construcción del Faro (inmueble donde operaba el Sheraton) y mantener un elevado nivel de ocupación, actualmente con un grado de avance de obra cercano al 72%, eliminando de esa manera el riesgo de contraparte.

Liquidez y Estructura de Capital

Adecuada posición de liquidez: La posición de caja e inversiones se ubicó en torno a USD 0,3 millones a diciembre 2023. La compañía presenta servicios de deuda por su única deuda financiera, la ON Serie I por alrededor de USD 1,1 millones en 2024. FIX estima que el EBITDA durante 2024 se ubique en torno a USD 3,7 millones, más que suficiente para cubrir dicho servicio.

Perfil del Negocio

Tonosol S.A. es propietaria de dos inmuebles en el predio del Punta Carretas Shopping Center. Uno de ellos (inmueble donde anteriormente se operaba el Hotel Sheraton) es arrendado a la empresa Master Mind. S.A.S. (sociedad perteneciente al mismo grupo económico) por un plazo por 5 años (vence el 1 de enero de 2026) prorrogable automáticamente por dos períodos adicionales de igual cantidad de años, siendo la arrendataria la que tiene la opción de cancelar el contrato avisando con 60 días de anticipación antes del cierre de cada uno de los períodos. El destino del inmueble es de oficinas, flex office, Co-living, locales gastronómicos o espacios de apoyo a tales destinos, pudiendo la arrendataria subarrendar o ceder el uso de los mencionados espacios.

En el otro inmueble opera el Aloft Hotel, ubicado también en Montevideo, con categoría cuatro estrellas e inicio de operación en septiembre de 2017 y gerenciamiento profesional tercerizado a cargo del Grupo Marriott. Por dicho servicio de gerenciamiento Tonosol paga una licencia mensual al Grupo Marriott en función de las ventas de habitaciones y los resultados operativos.

Operaciones

Alquiler de oficinas (46% de las ventas y 87% del EBITDA a diciembre 23):

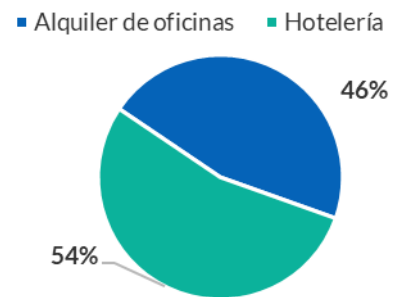
En diciembre 2020 se produjo la transferencia del 100% del paquete accionario de Tonosol al nuevo grupo económico (a White Elephant Properties), que resolvió el cese de las operaciones del hotel Sheraton Montevideo Hotel. A partir de entonces, Tonosol celebró un contrato de arrendamiento con Master Mind S.A.S. (sociedad perteneciente al mismo Grupo económico), mediante el cual Tonosol da en arriendo el inmueble donde anteriormente se operaba el hotel Sheraton. El plazo de dicho acuerdo es por 5 años (vence el 1 de enero de 2026) prorrogable automáticamente por dos períodos adicionales de igual cantidad de años, siendo la arrendataria (Master Mind) la que tiene la opción de cancelar el contrato avisando con 60 días de anticipación antes del cierre de cada uno de los períodos de 5 años. Según surge de dicho contrato, el destino del inmueble es de oficinas, flex office, Co-living, locales gastronómicos o espacios de apoyo a tales destinos, pudiendo la arrendataria subarrendar o ceder el uso de los mencionados espacios.

El contrato de arrendamiento prevé un precio de USD 295.000 mensual, con un descuento del 30% sólo durante 2022, el cual será actualizado en un 3% anual durante los siguientes años durante su vigencia. En virtud de lo anterior, el precio durante 2024 será de USD 312.966 mensual. Cabe aclarar que a los efectos contables la compañía prorrateó el descuento durante la vida del contrato.

Asimismo, según se establece en el citado contrato, las reformas y mejoras que se efectúen sobre las instalaciones de este son a cargo de la arrendataria, no siendo obligación de Tonosol, salvo por el arreglo de los deterioros que provengan del transcurso del tiempo, del uso normal, fuerza mayor o defectos en la calidad del inmueble. Por lo anterior, la compañía no prevé desembolsos significativos por inversiones de capital sobre ese inmueble.

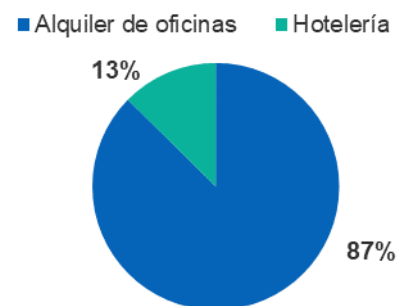
A la fecha, el inmueble (El Faro) presenta un avance de obra físico y económico del 72% (USD 13,9 millones), con 9 de los 16 pisos ya desarrollados y contratos de alquiler en 10,5 pisos con una duración remanente promedio según estimaciones de la compañía de 2,2 años.

Ventas por segmento 2023



Elaboración: Información de la empresa, Fix Scr

EBITDA por segmento 2023



Elaboración: Información de la empresa, Fix Scr

Al estar los ingresos concentrados al 100% en Master Mind, vemos como riesgo la posibilidad de una demora mayor y/o un aumento de los costos de la obra que terminen condicionando la generación de flujos por parte de Master Mind que produzcan demoras en el pago del alquiler a Tonosol; a la fecha adeuda el equivalente a 10 meses de alquiler (USD 3,4 millones). Este riesgo se encuentra mitigado debido a que Master Mind recibirá aportes de los accionistas por alrededor de USD 16 millones donde una parte será utilizada para la finalización de la obra y el restante para financiar capital de trabajo.

Hotel Aloft (54% de las ventas y 13% del EBITDA a diciembre 23):

Aloft Montevideo: Inaugurado en septiembre de 2017, con instalaciones más modernas se enfoca en un público denominado "Select" con una categorización de 4 estrellas. El hotel cuenta con 108 habitaciones, 4 salones para eventos con un área total de 329 m2, 3 salas para reuniones informales, restaurante, sauna, pileta techada y un novedoso espacio de co-working.

La principal fuente de ingresos de la compañía proviene del cobro por estadía en habitaciones, la cual presenta una estacionalidad marcada con una temporada alta desde mediados de septiembre a mediados de diciembre y temporadas bajas desde junio hasta mediados de agosto y la segunda quincena de diciembre. La empresa se beneficia del programa de fidelización del Grupo Marriott International "BONVOY" el cual cuenta con una base de asociados de más de 125 millones de clientes a nivel mundial y más de 6.900 propiedades en 130 países, lo que les proporciona a los hoteles un porcentaje de ocupación general del 25%. Asimismo, a partir de la salida del exSheraton, el hotel Aloft pasó a ser el único asociado al Grupo Marriott, lo que trasladó parte de la afluencia previa del Sheraton a este hotel. Los dos principales segmentos de clientes son:

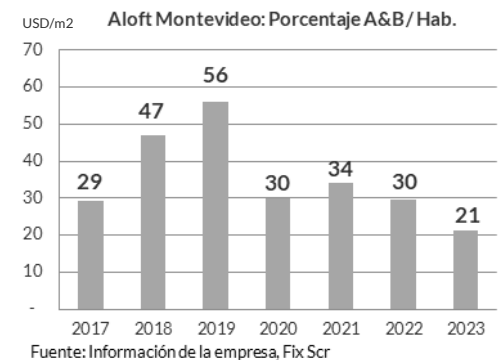
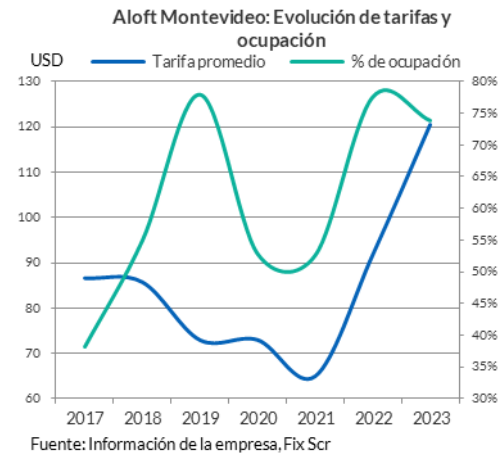
- **Segmento Individual (88% de la ocupación promedio):** Con foco tanto en el perfil de estadias por negocios, como, por placer de los principales mercados regionales; Argentina, Brasil y Chile. Las tarifas están más relacionadas con la demanda y dependen de la estacionalidad y los precios de la competencia. Los dos sub-segmentos son:
 - **Retail:** Toda venta de habitaciones que se genera a través de canales públicos y online como: Booking.com, Expedia.com, Marriott.com, etc.
 - **Special Corporate:** Toda venta de habitaciones a segmento corporativo/empresarial, con tarifas previamente negociadas en proceso de licitación, en base al volumen potencial de producción.
- **Segmento Grupos (7% de la ocupación promedio):** Está dirigido principalmente a un público que va a Montevideo a realizar congresos y convenciones, eventos en los salones del hotel, asistir a recitales, delegaciones gubernamentales, delegaciones deportivas, efectuar viajes en cruceros con origen en el puerto de Montevideo, entre otros. El segmento de grupos consiste en todo negocio que implique más de 10 habitaciones por noche y/o que vengan a la ciudad con el mismo objetivo. En este caso las tarifas cuentan con un mayor grado de flexibilidad, ya que este segmento está asociado a mayor consumo de comestibles y bebidas.

Hacia 2023, el RevPar (revenue per available room) se ubicó en USD 89, por encima de los USD 71 alcanzados durante 2022, este incremento es explicado principalmente por un fuerte aumento de la tarifa promedio que se ubicó en USD 120 (durante los últimos 5 años promedió USD 78). A su vez, se ubicó 18% por encima de sus competidores, mostrando una buena inserción en el mercado Select y siendo eficiente al mismo tiempo.

La empresa dispone en el hotel de un bar, un restaurante y salones para eventos que le permiten desarrollar servicios de venta de alimentos y bebidas y de servicios para eventos corporativos, de convenciones y sociales.

Estructura de costos:

Los costos se encuentran mayormente denominados en pesos y representaron en total el 46% de las ventas a diciembre 2023, siendo las retribuciones al personal el de mayor relevancia representando el 17% de los ingresos. Otro gasto importante en el que incurre la compañía es el pago del fee anual por el uso de la licencia al grupo Marriott International que representó el



4% de las ventas. Los costos de la compañía se vieron reducidos en un 57% respecto de 2019 debido al cambio de estructura producido por el cambio de estrategia en relación con el ex Sheraton.

Debido a que los ingresos se encuentran denominados en dólares y los costos salariales mayormente en pesos, la compañía podría ver reducidos sus márgenes operativos en los períodos donde la inflación supera la variación del tipo de cambio.

Administración y Calidad de los accionistas

El Directorio de Sinergia tiene experiencia en el manejo, reconfiguración y explotación comercial de espacios en Montevideo. Asimismo, la empresa tiene un acuerdo con el Grupo Sinergia para alquilar la totalidad del inmueble en el que funcionaba el Hotel Sheraton, que está siendo transformado en flex office y ya algunas unidades están siendo alquiladas a terceros.

Por otra parte, los balances son auditados por Deloitte S.C. y utilizan Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF").

Posición competitiva

El Aloft Hotel, propiedad de Tonosol, cuenta con una sólida posición competitiva en los segmentos Select de la capital uruguaya, apuntalado por el reconocimiento de la cadena Marriott. Dicho hotel se beneficia del programa de fidelización del Grupo Marriott International "BONVOY" el cual cuenta con una base de asociados de más de 120 millones de clientes a nivel mundial.

Por el lado del segmento de bienes raíces, el Grupo Sinergia cuenta con una amplia gama de servicios que van desde los contenidos educacionales hasta los negocios de Flex office y Co living. Fundada desde 2013, el modelo llevado a cabo por Sinergia ofrece soluciones flexibles frente a un panorama general de empresas que se achican y este tipo de modelos de oficinas ofrecen flexibilidades contractuales.

Estrategia del management

La estrategia de la compañía se encuentra alineada a la del Grupo Sinergia y tiene como eje la transformación del ex Hotel Sheraton, lo cual implicaría una inversión que ronda en torno a USD 19,2 millones para realizar modificaciones estructurales y no tendría repercusiones sobre el apalancamiento de Tonosol; de acuerdo al contrato de arrendamiento firmado con Master Mind S.R.L., que a la fecha se encuentran con demoras de 18 meses respecto a los tiempos previstos debido principalmente al contexto de Pandemia y consecuente aprobación de permisos para el inicio de la obra. El avance a marzo 2024 era del 72% con una inversión de USD 13,9 millones, el objetivo por parte de la compañía está puesto en la generación de contratos.

FIX espera que las inversiones de capital que realice la compañía estarán enmarcadas en el plan Capten del contrato con el Grupo Marriott y que se ubicaran en torno al 5-9% de los ingresos brutos para el mantenimiento de los estándares requeridos por la cadena para el Aloft Hotel. Respecto del edificio alquilado a Master Mind S.R.L., según el contrato vigente, las reformas y mejoras que se efectúen sobre las instalaciones del mismo son a cargo de esa compañía, no siendo obligación de Tonosol, salvo por el arreglo de los deterioros que provengan del transcurso del tiempo, del uso normal, fuerza mayor o defectos en la calidad del inmueble. Por lo anterior, la compañía no prevé desembolsos significativos por inversiones de capital sobre ese inmueble.

Tonosol cuenta como contraparte en el contrato de gerenciamiento a Marriott International que es un operador, franquiciador y licenciante mundial de propiedades hoteleras, residenciales y de tiempo compartido presente en más de 130 países y territorios, con al menos 30 marcas. Bajo el modelo de negocio "asset-light", generalmente administra o franquicia hoteles, en lugar de poseerlos; siendo el único beneficiario de esa relación en Montevideo, ya que Marriott International no dispone de otros vínculos en esa ciudad.

Riesgo del Sector

Para 2024 se espera un crecimiento del PBI de Uruguay de 3,3%, para 2025 de 2,5% y para 2026 de 2,5%. Para Latinoamérica en general se espera también un crecimiento para los próximos dos años por encima del 2%. A su vez, se espera una moderada devaluación del tipo de cambio del 2,9% junto a una inflación del 6%, esto último podría atenuar el efecto positivo generado por el incremento en la actividad económica.

Sector hotelero:

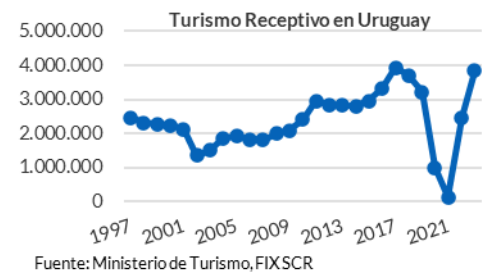
En general la industria hotelera tiene un perfil de riesgo superior al promedio, debido a la naturaleza discrecional de la demanda en gran medida condicionada por el entorno macroeconómico, lo que ha contribuido a una marcada ciclicidad del sector. Los viajes por negocios y placer son las dos fuentes principales de la demanda hotelera. El primero está fuertemente influenciado por las ganancias corporativas y el segundo por el crecimiento del empleo y el ingreso disponible. De igual forma, la actividad es propensa a la construcción excesiva en mercados en auge durante el ciclo. Por lo que resulta esencial para los hoteles contar con un buen posicionamiento en el mercado y diversidad dentro de las categorías desde los hoteles lujos hasta lo más básicos, ya que influyen en gran medida en atenuar la volatilidad del margen operativo, sobre todo de los hoteles más lujosos que históricamente experimentan los mayores cambios tanto hacia arriba como para abajo.

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

En caso específico la recepción turística en Uruguay durante 2020, el mismo se ha visto fuertemente afectado por los efectos de la Pandemia. Sin embargo, esta actividad ya venía en retroceso desde 2019 con una caída del 13,2% en la cantidad de personas que ingresaron a Uruguay.

A mediados de agosto 2020 la compañía reactivó las actividades del Hotel Aloft Montevideo, siguiendo las medidas sanitarias emitidas por el Ministerio de Turismo establecidas bajo el “protocolo nacional para la reactivación de la actividad turística de hotelería y gastronomía”. Durante ese año la ocupación del hotel promedió un 26% y la tarifa de USD/m² 73. Durante 2023 se observaron valores en línea con periodos pre pandemia para la ocupación promedio, la misma promedió 74% (77% durante 2019), pero con tarifas promedio por encima de esos valores, promediando USD/m² 120 (USD/m² 73 durante 2019).

En Montevideo, el crecimiento del volumen de turistas durante los últimos años previos a la Pandemia fue acompañado de un crecimiento exacerbado de la oferta hotelera, apuntalado, entre otras cosas, por cuestiones impositivas ya que mediante la aplicación de la ley de inversiones y el decreto 455/007 los proyectos de inversión referidos a hoteles y complejos turísticos que sean clasificadas como Inversiones de gran significación económica (por montos iguales o superiores a U.I. 7.000.000.000 (siete mil millones de unidades indexadas), se les otorgará una exoneración del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas de hasta el 100% del monto efectivamente invertido por un período máximo de 25 años. Adicionalmente y con el objetivo de aprovechar los mencionados beneficios fiscales, se observó una aceleración del modelo de negocio conocido como “condo hotel” donde el inversor es propietario de la unidad y la misma es administrada por una cadena o compañía hotelera a cambio de una renta. La rentabilidad mensual del hotel, fruto de la ocupación y tarifa promedio, se distribuye en forma proporcional entre todos los propietarios que aportan sus unidades, sin importar la ocupación individual de cada habitación. Esta modalidad también permite reconvertir los inmuebles a uso habitacional una vez se venza el contrato o si el mismo no se renueva.



Fuente: Ministerio de Turismo, FIXSCR

Sector de oficinas:

Con 327.000 metros cuadrados de oficinas corporativas, el inventario de la ciudad de Montevideo se encuentra entre los más pequeños de la región en términos de volumen de oferta. Se trata, por ende, de un mercado aún incipiente, pero que ha comenzado a dar muestras en el último tiempo de un crecimiento relevante, motorizado principalmente por la irrupción de nuevos desarrolladores que han sofisticado el mercado al aportar productos de mayor calidad, mucho mejor adaptados a las necesidades de las compañías multinacionales. El inventario mencionado se distribuye principalmente en 5 submercados: Punta Carretas-Pocitos Nuevo, Centro, Zonamerica, Centro Norte y Carrasco. Punta Carretas & Pocitos Nuevo se ubica al este del centro histórico de Montevideo, en una de las áreas más cotizadas de la ciudad. Este submercado concentra la mayor cantidad de espacio de oficinas Clase A en Uruguay, con el gran protagonismo de las cinco torres del complejo World Trade Center Montevideo.

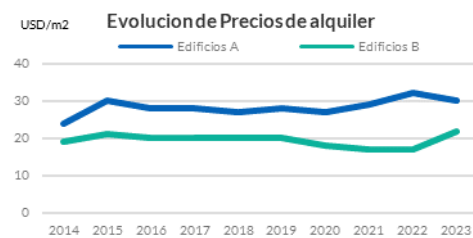
Durante 2023, se verificó que la oferta en Montevideo se incrementó en 25.200 metros cuadrados, el 75% se ubicó en el submercado de Carrasco y el 25% restante se ubicó en el submercado Centro. Para el año vigente no se espera el ingreso de nuevos metros cuadrados al inventario.

Durante el primer semestre de 2023, se registró una tasa de vacancia de 6,5%, valor que representa una caída de 0,1 p.p. si se lo compara con idéntico período de un año antes, confirmando lo que se viene observando desde 2021, año en que comenzó un proceso de persistente descenso en los espacios vacantes. Cabe destacar la heterogeneidad de la tasa de vacancia según la categoría, edificios de categoría clase A presentaron una tasa de vacancia de 3,1% mientras que en edificios de clase B la misma alcanzó el 9,2%; de este modo, se verifica que la demanda se concentra fuertemente en los inmuebles de mejor calidad.

En los últimos años, una proporción relevante de los metros cuadrados absorbidos respondió principalmente al proceso denominado “fly to quality”, es decir, empresas que aprovecharon el crecimiento de la oferta y por ende la sofisticación del stock para relocalizar sus instalaciones en inmuebles que le otorgaron mejores condiciones técnicas. A futuro, un conjunto de factores permite considerar que la demanda continuará en términos positivos. En primer lugar, de acuerdo con proyecciones del sector, las empresas tecnológicas requerirán en los próximos años sumar más metros cuadrados de oficinas, producto del crecimiento de la actividad de sus empresas. Esto repercutirá directamente en el mercado de oficinas, en tanto ampliará la demanda por los espacios más sofisticados de su oferta. Asimismo, se estima que en los próximos años continuará creciendo el número de nuevas empresas operando en el país, como consecuencia de las condiciones favorables de la economía en comparación con otros países de la región.

Durante el primer semestre de 2023, el valor de renta promedio por metro cuadrado se ubicó en USD 23,5 por mes, precio que representa un incremento del 11% con respecto al valor observado un año atrás (USD 21,2 por metro cuadrado por mes). Al analizar por categoría, se examinó un valor promedio de renta para los inmuebles clase A de USD 30,1 por metro cuadrado por mes (USD 32,2 por metro cuadrado por mes en igual periodo del año previo). Los edificios de la clase B, por su parte, registraron un promedio de USD 21,7 por metro cuadrado, por encima de los USD 17,1 registrados en igual periodo del año previo.

Algo para destacar es el notable incremento del fenómeno conocido como “flex-office” en Uruguay, con la concreción de la venta del Hotel Sheraton y su conversión, siguiendo patrones similares a las de los demás países de Latinoamérica. FIX espera que se incremente el aumento de la oferta de espacios de “flex-office”, dada la alta predilección de estos espacios de trabajo por las empresas de software, las cuales se han incrementado por las facilidades de las zonas francas, y las agencias de turismo y publicidad; permitiendo una convergencia en términos de precios con respecto a Buenos Aires y Santiago de Chile, entre otros.



Factores de Riesgo

- **Riesgo de demanda.** Sensibilidad a la actividad económica tanto local, como la de los países de donde provienen sus principales clientes Argentina y Brasil.
- **Fluctuación del tipo de cambio.** En los periodos que el peso uruguayo se fortalezca (aprecie) más que sus pares regionales los servicios y en este caso específico, el turístico

se hace relativamente más costoso para los visitantes, por lo que podrían elegir otros destinos y caer la demanda.

- **Riesgo de contraparte:** en el negocio de oficinas, los ingresos están concentrados en Master Mind (compañía relacionada) en un 100%. Esta compañía está experimentando atrasos en la remodelación del exSheraton, con impacto en mayores costos y adicionalmente por el costo de oportunidad producto del atraso en los ingresos que deja de percibir por el alquiler de estas oficinas.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En 2021, a partir del alquiler del exSheraton a Master Mind, la compañía genera flujos de fondos más estables a partir alquiler mensual en dólares de ese inmueble, operando únicamente el hotel Aloft. A diciembre 2023, la compañía obtuvo un margen del 47%, por su parte, las ventas contables y el EBITDA ajustado de la compañía ascendieron a USD 8,3 millones y USD 3,9 millones.

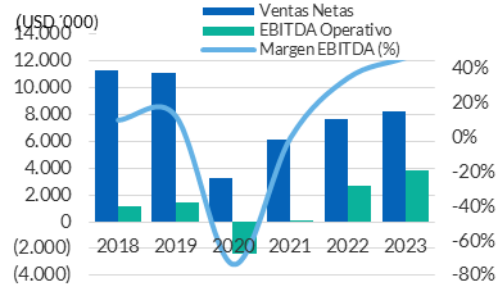
Cabe aclarar que el criterio de contabilización del arrendamiento a Master Mind se realiza bajo línea recta a través del plazo del arrendamiento, con lo cual presenta diferencias respecto del precio anual que surge del contrato.

FIX estima que hacia adelante la empresa presente márgenes de rentabilidad estables cercanos al 45%, con ventas en torno a USD 8,5 millones. A partir del contrato de alquiler señalado con Master Mind y que se mantengan los niveles de ocupación y tarifas promedio respecto al Hotel Aloft.

Flujo de Fondos

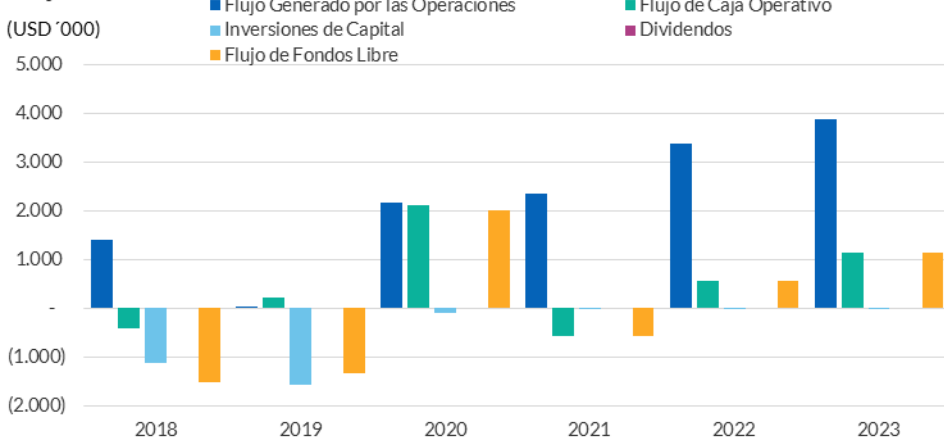
Tonosol detenta históricamente una fuerte generación Flujo Generado por las Operaciones (FGO), habiendo generado un FGO de USD 3,9 millones en 2023, estimamos que esta tendencia continúe en los próximos años. A su vez, a partir de 2022 la compañía ha logrado mantener Flujo de Fondos Libres (FFL) positivos contrario a lo ocurrido durante los años previos donde la compañía consecuencia de la inversión en la construcción del Hotel Aloft Montevideo y en el mantenimiento del ex Sheraton mantenía FFL negativos; a diciembre 2023 el mismo alcanzó USD 1,6 millones. FIX espera que el FFL continúe positivo, en valores en torno a USD 2 millones, consecuencia de la estabilidad en los ingresos generada a partir del alquiler del ex Sheraton, junto con la reducción en el nivel de inversiones de capital, siendo que las mejoras a ese inmueble estarán a cargo de la arrendataria.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de capital

A diciembre 2023, Tonosol registraba deuda financiera por USD 25,2 millones (incluye deuda con partes relacionadas por USD 7,3 millones a plazo indeterminado), de la cual un 7% era corriente y un 100% del total denominado en dólares, con ratio de deuda a EBITDA de 6,5x y cobertura de intereses de 2.8x. FIX estima que en 2024 el ratio de deuda EBITDA se posicione en 6,4x, con una reducción gradual debido a que la deuda con vencimiento en 2033 tiene pagos de capital semestrales que van desde 6% para 2024 y aumentando hasta 10% en 2028 y manteniéndose en ese valor hasta su cancelación final.

Adicionalmente, FIX considera como deuda fuera de balance a los pagos realizados por los nuevos accionistas de la sociedad, la cual no tiene fecha de vencimiento ni tasa de interés pactada. A diciembre 2023 Tonosol posee deuda con accionistas por USD 7,3 millones, las que no tienen fecha de vencimiento ni tasa de interés pactada, incluidas bajo el concepto "Otros" en el cuadro de arriba.

A diciembre 2023, la deuda financiera de corto plazo de Tonosol era de USD 1,3 millones, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes era de USD 0,3 millones, cubriendo el 25% de la misma. Tomando en cuenta el EBITDA, la cobertura ascendía a 3,3x.

FIX estima que el EBITDA durante los próximos 3 años se ubique en torno a los USD 3,8 millones, más que suficiente para cubrir los servicios de deuda de esos períodos

Liquidez - Tonosol S.A.

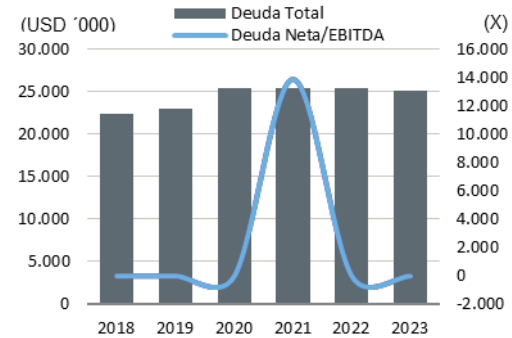
USD '000	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA Operativo	1.150	1.395	(2.411)	2	2.671	3.854
Caja e Inversiones Corrientes	628	1.123	1.373	201	167	316
Deuda Corto Plazo	2.155	55	654	653	1.051	1.256
Deuda Largo Plazo	20.178	22.912	24.760	24.736	24.429	23.943

Indicadores Crediticios

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA / Deuda CP	0,5	25,4	(3,7)	0,0	2,5	3,1
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,8	45,9	(1,6)	0,3	2,7	3,3
Deuda Total / EBITDA	19,4	16,5	(10,5)	13.911,7	9,5	6,5

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Deuda Total v Endeudamiento



* Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

USD '000		
Deuda de Corto Plazo	1.256	3%
Deuda de Largo Plazo	16.600	40%
Otros	7.343	18%
Deuda Total Ajustada	25.199	61%
Total Patrimonio	15.852	39%
Total Capital Ajustado	41.051	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

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

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Tonosol S.A.

(miles de USD, 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	3.854	2.671	2	(2.411)
Margen de EBITDA	46,5	34,8	0,0	(73,9)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,8	11,8	9,9	9,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	13,9	7,4	(9,4)	61,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,7	19,1	2,1	(51,1)
Coberturas				
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,8	3,6	2,8	2,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,8	2,1	0,0	(1,8)
EBITDA / Servicio de Deuda	1,5	1,1	0,0	(1,2)
FGO / Cargos Fijos	3,8	3,6	2,8	2,7
FFL / Servicio de Deuda	1,0	0,8	0,4	1,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,1	0,9	0,5	2,4
FCO / Inversiones de Capital	402,9	86,8	(62,8)	21,4
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Total Ajustada / FGO	4,8	5,5	7,0	7,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,5	9,5	13.911,7	(10,5)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,6	7,0	10.548,9	(7,7)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,6	6,7	6,6	6,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	7,0	5,6	3,4	3,3
Balance				
Total Activos	45.791	44.386	42.656	42.867
Caja e Inversiones Corrientes	316	167	201	1.373
Deuda Corto Plazo	1.256	1.051	653	654
Deuda Largo Plazo	16.600	17.800	18.800	19.400
Deuda Total	17.856	18.851	19.453	20.054
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.856	18.851	19.453	20.054
Deuda Fuera de Balance	7.343	6.629	5.936	5.360
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.199	25.480	25.389	25.414
Total Patrimonio	15.852	13.813	11.266	11.039
Total Capital Ajustado	41.051	39.293	36.655	36.453
Flujo de Caja				
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	3.867	3.366	2.343	2.165
Variación del Capital de Trabajo	(2.715)	(2.793)	(2.906)	(59)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.153	572	(563)	2.106
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(3)	(7)	(9)	(98)
Dividendos	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.150	566	(572)	2.007

Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(1.000)	(600)	(600)	(2)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	(1.755)
Variación de Caja	150	(34)	(1.172)	250
Estado de Resultados				
Ventas Netas	8.281	7.674	6.105	3.260
Variación de Ventas (%)	(58,3)	(58,3)	41,6	38,6
EBIT Operativo	2.911	2.869	2.038	(3.847)
Intereses Financieros Brutos	1.396	1.273	1.288	1.311
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	2.039	2.547	228	(6.490)

Anexo II. Glosario

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

Anexo III – Características del Instrumento

Obligación Negociable Serie I

Monto Autorizado:	USD 30 millones
Monto Emisión:	USD 20 millones
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses
Fecha de Emisión:	17 de Diciembre de 2019.
Fecha de Vencimiento:	17 de Diciembre de 2033.
Amortización de Capital:	Se amortizará en cuotas semestrales y consecutivas, una vez finalizado el periodo de gracia repartido de la siguiente manera: los años 2 y 3 el 3%, el año 4 el 5%, el año 5 de 6%, el año 6 el 7%, los años 7 y 8 el 8% y del año 9 al 14 el 10%.
Tasa de Interés:	los intereses serán devengados a una tasa LIBOR a 180 días + 4% (de ocurrir ausencia de contrato de administración hotelera dicha tasa de incrementará en 2%). Sin perjuicio de lo anterior, se establece como tasa de interés nominal mínima en el 6,5% y como máxima del 7,5%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Serán pagados semestralmente, el 17 de junio y 17 de diciembre del respectivo año.
Destino de los fondos:	Refinanciación de pasivos y financiamiento de capital trabajo.
Garantías:	De acuerdo a la modificación en los términos y condiciones sobre la ON Serie I, las obligaciones de la compañía se encuentran garantizadas a través de una hipoteca inmobiliaria del Aloft Hotel y edificio donde funcionó el Sheraton, así mismo, por una cuenta de fideicomiso al que se ceden las cobranzas de las tarjetas de crédito Visa, MasterCard y American Express ante incumplimiento. Además, de ciertos Contratos de Alquiler generados por Master Mind (en un principio en otras locaciones) también serán cedidos en favor del Fideicomiso.
Opción de Rescate:	a opción del emisor, de ser un rescate parcial a un precio de 105% a partir del cuatro año, del 103,5% a partir del quinto año y del 102% a partir del sexto año del valor nominal.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	Restricción de distribución de dividendos, reducción de capital integrado u otogar adelantos a sus accionistas hasta haber cancelado como mínimo el 20% de las ON emitidas y en circulación bajo el programa. Adicionalmente se deben cumplir los siguiente ratios: Que el ratio que surge de dividir el valor de Tasación de la Hipoteca entre el Circulante de las Obligaciones Negociables bajo el Programa fuera menor a 1. Que el ratio de Garantía fuera menor a 1. Ratio de Cobertura de Deuda: EBITDA T / Servicio de deuda financiera total T+1; mayor de 1,7 a partir del tercer año de emisión. Cobranza anual de tarjeta de crédito / servicio de deuda de las ON emitidas T+1 bajo el programa: Mayor a 1,7. Apalancamiento: Deuda financiera total / EBITDA; menor a 4. Definición de ausencia de Ratio de Garantía: es el cociente que surge de dividir los Créditos de Contratos de Arrendamiento a percibirse en los próximos 12 meses siguientes entre el Servicio de Deuda de los 12 meses siguientes.

Anexo IV – Dictamen de Calificación

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 la **Categoría BBB+(uy)** la calificación de emisor de largo plazo de **Tonosol S.A.** y en **A-(uy)** las **Obligaciones Negociables Serie I** emitidas por la compañía, actualmente vigentes.

La **Perspectiva** es **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

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

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

Los signos “+” o “-” podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años.

La **Perspectiva** puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación es inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

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

Fuente de información

Balances generales anuales auditados hasta el 31/12/23.

Auditor externo del último balance anual: Deloitte S.C.

Información de gestión suministrada por la compañía.

Prospecto de emisión de la ON Serie I, disponible en www.bvm.com.uy.

Criterios Relacionados

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

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante 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 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.