

Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor	BBB+(uy)
ON Tercera serie por US\$ 20 MM	BBB+(uy)
ON Serie A5 por US\$ 2MM	
ampliables a US\$ 4 MM	BBB+(uy)
ON Serie A6 por US\$ 5 MM	
Ampliables a US\$ 8 MM	BBB+(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

En miles de US\$	31/12/17 12 meses	31/12/16 12 meses
Total Activos	153.072	152.815
Total Deuda		
Financiera	60.482	66.143
Ingresos	125.551	142.780
EBITDA	6.186	7.232
EBITDA (%)	4,9	5,1
Deuda/ EBITDA	9,8	9,0
EBITDA/ Intereses	1,8	2,1

Criterios Relacionados

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

FIX: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings)

Analistas

Analista Principal
Mariano De Sousa
Analista
+54 11 5235 8141
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario
Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54 11 5235 8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Débil situación crediticia: La calificación actual de ISUSA refleja la debilitada situación crediticia de ISUSA explicada por la magnitud de costos fijos, determinada por la dimensión de la capacidad productiva, que es holgada, no resulta eficiente para el tamaño de negocios, dado por los niveles de demanda y el contexto de precios dados. ISUSA tiene un problema de escala en los principales negocios de fertilizantes y ácido sulfúrico pero planea incrementar sus ventas a Brasil, en el caso del ácido sulfúrico y a Paraguay y Argentina con fertilizantes. Si bien tiene acceso al financiamiento, eso no mitiga el problema estructural operativo. No existen perspectivas de mejoras en la demanda de fertilizantes o ácido sulfúrico.

Moderado riesgo sectorial: ISUSA se encuentra afectado por la volatilidad del sector agrícola impactando en los requerimientos de capital de trabajo. En el año 2017 el volumen de consumo de fertilizantes de Uruguay fue de 840 mil toneladas e ISUSA vendió 326 mil toneladas, lo que da un crecimiento de un 13% con respecto a 2016 explicado por la demanda de nuevos productos y servicios. La localización de plantas de celulosa generó un importante crecimiento en la demanda de ácido sulfúrico. Los precios también suelen ser volátiles dependiendo de la fluctuación del mercado internacional.

Estrategia de mejora operativa y reducción de deuda financiera: ISUSA implementó un plan para mejorar su rentabilidad, flujo y reducir su endeudamiento. El primer paso fue cambiar la materia prima, la eficientización de las compras (reducción de inventarios) y la venta de activos poco productivos. Esto le permitió reducir su endeudamiento nominal a US\$ 60.4 millones en diciembre de 2017 versus USD 94 millones en diciembre 2013. Los indicadores crediticios permanecen presionados (Diciembre'17 Deuda-neta/EBITDA 9.8x). Fix estima que a partir de 2018 el flujo de fondos libre resulte positivo después de inversiones por mantenimiento estimadas en aprox. USD 2.0 MM y el endeudamiento en cercano a 8.5x.

Elevado apalancamiento: A dic'17 la deuda financiera de ISUSA era de US\$ 60,4 millones y el ratio de deuda neta/EBITDA de 9,8x, la compañía suele tener ratios más elevados a mitad de año debido a las necesidades de capital de trabajo. Las coberturas de intereses se mantienen en niveles adecuados (EBITDA/Intereses 1,8x). A dic'17 el 43,2% de la deuda era bancaria y el resto correspondía a Obligaciones negociables. FIX espera que el ratio Deuda Total /EBITDA se vaya reduciendo en el tiempo ya que no se planea tomar deuda incremental.

Amplio acceso al financiamiento: La reputación crediticia de ISUSA, su generación de fondos denominada en dólares y su experiencia en los mercados de capitales con emisiones de deuda corporativa y acciones permiten un amplio acceso al financiamiento. Esta ventaja reduce el riesgo de refinanciamiento.

Sensibilidad de la calificación

Diversos factores exógenos podrían provocar un deterioro en los fundamentos del negocio. El incremento en la competencia de fertilizantes o una mayor baja en los precios de los principales productos podrían llevar a un escenario de estrés derivando en una baja en la calificación.

Liquidez y estructura de capital

Limitada liquidez: A diciembre'17 la posición de liquidez de ISUSA era ajustada. La caja resultó en USD 1.03 millones que sumada a los inventarios de rápido realización por USD 21.61 MM alcanzan a cubrir el 60% la deuda financiera corrientes de corto plazo (USD 36 millones). FIX espera que dado el amplio acceso al financiamiento de la compañía, la deuda de corto se logre refinanciar sin inconvenientes.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)
(miles de U\$S, año fiscal finalizado en Diciembre)

Tipo de Cambio Peso Uruguayo / U\$S al final del período	28,8	29,3	29,9	24,4	21,4
Cifras consolidadas	NIIF dic-17 12	NIIF 2016 12	NIIF 2015	NIIF 2014	NIIF 2013
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	6.186	7.232	10.368	11.770	11.766
EBITDAR Operativo	6.186	7.232	10.368	11.770	11.766
Margen de EBITDA	4,9	5,1	7,1	7,1	6,1
Margen de EBITDAR	4,9	5,1	7,1	7,1	6,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	10,6	6,9	7,1	9,6	7,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,4	8,2	5,9	(0,5)	9,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	1,5	1,9	3,4	2,8	4,1
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,0	1,4	2,2	3,2	2,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,8	2,1	2,2	2,5	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,4	0,4	0,1	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	0,5	0,4	0,1	0,7
FCO / Inversiones de Capital	5,1	5,9	2,2	0,9	3,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	8,8	14,1	7,5	6,1	8,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	9,8	9,1	7,5	7,9	8,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	9,6	9,0	7,4	7,8	7,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,4	4,7	5,6	5,0	4,8
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,5	0,4	0,6	0,4
Balance					
Total Activos	153.072	152.815	154.084	169.884	170.503
Caja e Inversiones Corrientes	1.033	1.037	663	1.470	4.806
Deuda Corto Plazo	36.464	31.632	30.777	52.757	36.989
Deuda Largo Plazo	24.018	34.511	46.723	40.384	57.938
Deuda Total	60.482	66.143	77.500	93.141	94.927
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	60.482	66.143	77.500	93.141	94.927
Total Patrimonio	69.594	68.790	68.135	66.341	65.143
Total Capital Ajustado	130.076	134.834	145.635	159.482	160.070
Fujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	3.466	1.302	5.541	10.546	6.519
Variación del Capital de Trabajo	3.940	13.496	11.367	(6.299)	21.695
Flujo de Caja Operativo (FCO)	7.407	14.798	16.908	4.247	28.414
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.438)	(2.501)	(7.664)	(4.489)	(7.531)
Dividendos	(381)	(634)	(462)	(670)	(1.925)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	5.587	11.663	8.582	(912)	18.958
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	70	68	737	51	148
Otras Inversiones, Neto	0	0	6.000	0	0
Variación Neta de Deuda	(5.661)	(11.356)	(15.641)	(1.787)	(17.959)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(4)	375	(322)	(2.648)	1.147
Estado de Resultados					
Ventas Netas	125.551	142.780	148.396	166.513	192.166
Variación de Ventas (%)	(12,1)	(2,5)	(12,1)	(13,3)	1,9
EBIT Operativo	665	1.885	5.181	7.720	8.024
Intereses Financieros Brutos	3.418	3.379	4.766	4.696	4.992
Aquíferos					
Resultado Neto	1.010	1.274	2.275	1.649	2.671

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
- Commodities: materias primas o productos primarios que puede ser comprados o vendidos al por mayor.

Anexo III. Características del instrumento

Obligaciones Negociables por US\$ 20 MM

Características de la Emisión

-Monto emisión: VN USD20.000.000.

-Moneda: dólares estadounidenses.

-Objeto de la emisión: Financiación de capital de trabajo diversificando la fuente de financiamiento.

-Vencimiento: a 10 años de plazo desde la fecha de emisión, en junio de 2019.

-Amortización: las Obligaciones Negociables cuentan con un año de gracia, las mismas se amortizarán en 9 (nueve) cuotas anuales y consecutivas equivalentes las primeras ocho cuotas al 10% del valor nominal y la última cuota al 20% del valor nominal.

-Intereses: pagadero semestralmente: LIBOR (180 días)+3.25% anual con un mínimo de 6.5% y un máximo de 8.5%.

-Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay.

-Asamblea de obligacionistas: las resoluciones que pretendan modificar las condiciones de la emisión podrán ser adoptadas con el consentimiento de obligacionistas que representen más del 2/3 del capital adeudado al momento de que se trate. Se admite expresamente que personas vinculadas a ISUSA, en tanto sean tenedores de Obligaciones Negociables, participen en las Asambleas de Obligacionistas (Artículo 28 de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores).

Obligaciones Negociables Serie A5 por US\$ 2 MM, ampliable a US\$ 4 MM

Características de la Emisión

-Monto emisión: US\$ 4.000.000

-Moneda: dólares estadounidenses.

-Objeto de la emisión: Financiación de capital de trabajo diversificando la fuente de financiamiento.

-Vencimiento: 4 años de plazo desde la fecha de emisión, en julio de 2018.

-Amortización: El 100% se amortizará a vencimiento.

-Intereses: 4%. Se pagarán semestralmente desde la fecha de emisión.

Obligaciones Negociables Serie A6 por US\$ 5 millones, ampliable a US\$ 8 millones

Características de la Emisión

-Monto Emisión: US\$ 8.0 millones

-Moneda: Dólares estadounidenses

- Objeto de la emisión: Financiación de capital de trabajo diversificando la fuente de financiamiento.
- Vencimiento: 4 años desde la fecha de emisión (Julio 2019).
- Amortización: en dos cuotas iguales, la primera será a los tres años de la fecha de emisión (Julio 2018) y la segunda al vencimiento (julio 2019).
- Intereses: 4% lineal anual, con pagos semestrales

Acciones (calificación de Emisor)

Las acciones de ISUSA se encuentran inscritas en el Registro del Mercado de Valores según Comunicación N°2006/163 de fecha 28/6/2006. El capital social al 30/06/10 ascendía a \$1.000 millones, representado por 1.000.000.000 acciones escriturales de 1 voto por acción y valor de \$1 cada una de acuerdo a la reforma de estatutos resuelta por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 31/08/2011 y aprobada por la Auditoría Interna de la Nación con fecha 9/11/2011. De acuerdo a la metodología de FIX SCR Uruguay, la calificación de acciones de un emisor se expresa como la calificación institucional.

Anexo V. 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 2018, confirmó la categoría **BBB+(uy)** a la calificación de Emisor y la de las obligaciones negociables emitidas por **ISUSA**:

- ON tercera serie por US\$ 20 MM.
- ON Serie A2 por US\$ 5 MM
- ON Serie A3 por US\$ 10 MM, ampliables a US\$ 15 MM
- ON Serie A4 por US\$ 3 MM, ampliables a US\$ 5 MM
- ON Serie A5 por US\$ 2 MM, ampliables a US\$ 4 MM
- ON Serie A6 por US\$ 5 MM, ampliables a US\$ 8 MM

La **Perspectiva es estable**.

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

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

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

La **Perspectiva** de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un periodo 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.

Nota:

Este dictamen debe ser analizado conjuntamente con el prospecto de emisión y la información allí contenida.

Criterios Relacionados

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

Fuentes

- Balance anual al 31/12/17
- Auditor externo a la fecha del último balance: Normey – Peruzzo & Asociados (Nexia Internacional)
- Información de gestión suministrada por la compañía
- Prospectos de emisión de Obligaciones Negociables.

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



Las calificaciones antes señaladas 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 calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR 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)

La reproducción o distribución total o parcial de este manual está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información factual 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 factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación de dicha información de fuentes independientes, en la medida de 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. En última instancia, 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 futuros 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor 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 v 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 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 no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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 70.000 (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 como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. 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.

Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

Informe de Actualización

Calificaciones

ON IL.1 por US\$ 10 MM ampliable a
US\$ 12 MM BBB+(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

En miles de US\$	31/12/17 12 meses	31/12/16 12 meses
Total Activos	153.072	152.815
Total Deuda Financiera	60.482	66.143
Ingresos	125.551	142.780
EBITDA	6.186	7.232
EBITDA (%)	4,9	5,1
Deuda/ EBITDA	9,8	9,0
EBITDA/ intereses	1,8	2,1

Criterios Relacionados

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

FIX: FIX SCR Uruguay Calificadora de
Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings)

Analistas

Analista Principal
Mariano De Sousa
Analista
+54 11 5235 8141
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario
Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54 11 5235 8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario
Cecilia Minguillón
Director Senior
+54 11 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Débil situación crediticia: La calificación actual de ISUSA refleja la debilitada situación crediticia de ISUSA explicada por la magnitud de costos fijos, determinada por la dimensión de la capacidad productiva, que es holgada, no resulta eficiente para el tamaño de negocios, dado por los niveles de demanda y el contexto de precios dados. ISUSA tiene un problema de escala en los principales negocios de fertilizantes y ácido sulfúrico pero planea incrementar sus ventas a Brasil, en el caso del ácido sulfúrico y a Paraguay y Argentina con fertilizantes. Si bien tiene acceso al financiamiento, eso no mitiga el problema estructural operativo. No existen perspectivas de mejoras en la demanda de fertilizantes o ácido sulfúrico.

Moderado riesgo sectorial: ISUSA se encuentra afectado por la volatilidad del sector agrícola impactando en los requerimientos de capital de trabajo. En el año 2017 el volumen de consumo de fertilizantes de Uruguay fue de 840 mil toneladas e ISUSA vendió 326 mil toneladas, lo que da un crecimiento de un 13% con respecto a 2016 explicado por la demanda de nuevos productos y servicios. La localización de plantas de celulosa generó un importante crecimiento en la demanda de ácido sulfúrico. Los precios también suelen ser volátiles dependiendo de la fluctuación del mercado internacional.

Estrategia de mejora operativa y reducción de deuda financiera: ISUSA implementó un plan para mejorar su rentabilidad, flujo y reducir su endeudamiento. El primer paso fue cambiar la materia prima, la eficientización de las compras (reducción de inventarios) y la venta de activos poco productivos. Esto le permitió reducir su endeudamiento nominal a US\$ 60.4 millones en diciembre de 2017 versus USD 94 millones en diciembre 2013. Los indicadores crediticios permanecen presionados (Diciembre'17 Deuda-neta/EBITDA 9.8x). Fix estima que a partir de 2018 el flujo de fondos libre resulte positivo después de inversiones por mantenimiento estimadas en aprox. USD 2.0 MM y el endeudamiento en cercano a 8.5x.

Elevado apalancamiento: A dic'17 la deuda financiera de ISUSA era de US\$ 60,4 millones y el ratio de deuda neta/EBITDA de 9,8x, la compañía suele tener ratios más elevados a mitad de año debido a las necesidades de capital de trabajo. Las coberturas de intereses se mantienen en niveles adecuados (EBITDA/intereses 1,8x). A dic'17 el 43,2% de la deuda era bancaria y el resto correspondía a Obligaciones negociables. FIX espera que el ratio Deuda Total /EBITDA se vaya reduciendo en el tiempo ya que no se planea tomar deuda incremental.

Amplio acceso al financiamiento: La reputación crediticia de ISUSA, su generación de fondos denominada en dólares y su experiencia en los mercados de capitales con emisiones de deuda corporativa y acciones permiten un amplio acceso al financiamiento. Esta ventaja reduce el riesgo de refinanciamiento.

Sensibilidad de la calificación

Diversos factores exógenos podrían provocar un deterioro en los fundamentos del negocio. El incremento en la competencia de fertilizantes o una mayor baja en los precios de los principales productos podrían llevar a un escenario de estrés derivando en una baja en la calificación.

Liquidez y estructura de capital

Limitada liquidez: A diciembre'17 la posición de liquidez de ISUSA era ajustada. La caja resultó en USD 1.03 millones que sumada a los inventarios de rápida realización por USD 21.61 MM alcanzan a cubrir el 60% la deuda financiera corrientes de corto plazo (USD 36 millones). FIX espera que la emisión de la nueva ON serie 1 implique una extensión de los plazos y con ello una mejora en la liquidez.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA) (miles de U\$S, año fiscal finalizado en Diciembre)

Tipos de Cambio Peso Uruguayo / U\$S al final del período	28,8	29,3	29,9	24,4	21,4
Cifras consolidadas	NIIF dic-17 12	NIIF 2016 12	NIIF 2015	NIIF 2014	NIIF 2013
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	6.186	7.232	10.368	11.770	11.766
EBITDAR Operativo	6.186	7.232	10.368	11.770	11.766
Margen de EBITDA	4,9	5,1	7,1	7,1	6,1
Margen de EBITDAR	4,9	5,1	7,1	7,1	6,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	10,6	6,9	7,1	9,6	7,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,4	8,2	5,9	(0,5)	9,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	1,5	1,9	3,4	2,8	4,1
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,0	1,4	2,2	3,2	2,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,8	2,1	2,2	2,5	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,4	0,4	0,1	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	0,5	0,4	0,1	0,7
FCO / Inversiones de Capital	5,1	5,9	2,2	0,9	3,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	8,8	14,1	7,5	6,1	8,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	9,8	9,1	7,5	7,9	8,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	9,6	9,0	7,4	7,8	7,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,4	4,7	5,6	5,0	4,8
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,5	0,4	0,6	0,4
Balance					
Total Activos	153.072	152.615	154.084	169.884	170.503
Caja e Inversiones Corrientes	1.033	1.037	663	1.470	4.806
Deuda Corto Plazo	36.464	31.632	30.777	52.757	36.989
Deuda Largo Plazo	24.018	34.511	46.723	40.384	57.938
Deuda Total	60.482	66.143	77.500	93.141	94.927
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	60.482	66.143	77.500	93.141	94.927
Total Patrimonio	69.594	68.790	68.135	66.341	65.143
Total Capital Ajustado	190.076	194.934	145.635	159.482	160.070
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FCO)	3.466	1.302	5.541	10.546	6.519
Variación del Capital de Trabajo	3.940	13.496	11.367	(6.298)	21.895
Flujo de Caja Operativo (FCO)	7.407	14.798	16.908	4.247	28.414
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.438)	(2.501)	(7.864)	(4.489)	(7.531)
Dividendos	(381)	(634)	(462)	(670)	(1.925)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	5.587	11.663	8.582	(912)	18.958
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	70	68	737	51	148
Otras Inversiones, Neto	0	0	6.000	0	0
Variación Neta de Deuda	(5.661)	(11.356)	(15.641)	(1.787)	(17.959)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(4)	375	(322)	(2.648)	1.147
Estado de Resultados					
Ventas Netas	125.551	142.780	146.396	166.513	192.166
Variación de Ventas (%)	(12,1)	(2,5)	(12,1)	(13,3)	1,9
EBIT Operativo	665	1.885	5.181	7.720	8.024
Intereses Financieros Brutos	3.418	3.379	4.766	4.696	4.992
Alquileres					
Resultado Neto	1.010	1.274	2.275	1.849	2.671

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
- Commodities: materias primas o productos primarios que puede ser comprados o vendidos al por mayor.

Anexo III. Características del instrumento

Obligaciones Negociables serie II.1 por US\$ 10 MM hasta US\$ 12 MM

Características de la Emisión

-Monto a emitir: VN de USD 10.000.000 ampliable a USD 12.000.000.

-Moneda: dólares estadounidenses.

-Objeto de la emisión: Cancelación de endeudamiento financiero y/o financiación del capital de trabajo permanente diversificando la fuente y el plazo de financiamiento.

-Vencimiento: a 48 meses desde la emisión .

-Amortización: 2 (dos) cuotas semestrales iguales. La primera cuota de capital vencerá a los 42 meses desde la fecha de la emisión y la siguiente a los 48 meses de la fecha de emisión.

-Intereses: 5,375% lineal anual sobre el capital no amortizado. Los intereses se pagarán semestralmente desde la fecha de emisión

-Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay.

-Asamblea de obligacionistas: las resoluciones que pretendan modificar las condiciones de la emisión podrán ser adoptadas con el consentimiento de obligacionistas que representen más del 2/3 del capital adeudado al momento de que se trate. Se admite expresamente que personas vinculadas a ISUSA, en tanto sean tenedores de Obligaciones Negociables, participen en las Asambleas de Obligacionistas (Artículo 28 de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores).

Acciones (calificación de Emisor)

Las acciones de ISUSA se encuentran inscriptas en el Registro del Mercado de Valores según Comunicación N°2006/163 de fecha 28/6/2006. El capital social al 30/06/10 ascendía a \$1.000 millones, representado por 1.000.000.000 acciones escriturales de 1 voto por acción y valor de \$1 cada una de acuerdo a la reforma de estatutos resuelta por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 31/08/2011 y aprobada por la Auditoría Intema de la Nación con fecha 9/11/2011. De acuerdo a la metodología de FIX SCR Uruguay, la calificación de acciones de un emisor se expresa como la calificación institucional.

Anexo V. 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 2018, asignó la categoría **BBB+(uy)** a la obligación negociable a ser emitida por **ISUSA**:

- ON Serie II.1 por US\$ 10 MM ampliable a US\$ 12 MM

La **Perspectiva es Estable**.

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

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

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

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

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

Nota:

Este dictamen debe ser analizado conjuntamente con el prospecto de emisión y la información allí contenida.

Criterios Relacionados

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

Fuentes

- Balance anual al 31/12/17
- Auditor externo a la fecha del último balance: Normey – Perúzzo & Asociados (Nexia Internacional)
- Información de gestión suministrada por la compañía
- Prospectos de emisión de Obligación Negociable borrador provisto por la empresa.

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las calificaciones antes señaladas 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 calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR 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)

La reproducción o distribución total o parcial de este manual está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información factual 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 factual 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 de 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. En última instancia, 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 futuros 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 vieron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona tal como ha sido recibida del emisor 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 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. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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 70.000 (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 como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. 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.

