

Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB+(uy)
ON Tercera serie por US\$ 20 MM	BBB+(uy)
ON Serie A6 por US\$ 5 MM Ampliables a US\$ 8 MM	BBB+(uy)
ON II 1 por US\$ 10 MM ampliable a US\$ 12 MM	BBB+(uy)
ON II 2 por US\$ 3 MM ampliable a US\$ 6 MM	BBB+(uy)

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

En miles de US\$	30/06/18 6 meses	31/12/17 12 meses
Total Activos	169.171	164.478
Total Deuda Financiera	66.588	68.304
Ingresos	101.235	64.143
EBITDA	4.453	2.977
EBITDA (%)	4,4	4,6
Deuda/ EBITDA	11,0	10,1
EBITDA/ intereses	2,1	2,0

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
abnela.curutchet@fixscr.com

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

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

Factores relevantes de la calificación

Perspectiva Negativa: la misma refleja los acotados márgenes derivados de la volatilidad del sector agrícola y a la fluctuación del mercado de ácido sulfúrico con precios dependientes del mercado internacional. El plan de reducción y eficientización de costos le permitió a ISUSA frenar la caída de márgenes que desde 2016 rondan 5%. Bajo dicho contexto operacional y ante las necesidades de financiar el capital de trabajo el nivel de endeudamiento de la compañía continua siendo elevado.

Elevado apalancamiento: A sep'18 la deuda financiera de ISUSA era de US\$ 65,5 millones y el ratio de deuda neta/EBITDA de 10,7x, anualizado con los valores a 9 meses, 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 2,1x). A sep'18 el 69,7% de la deuda era bancaria y el resto correspondía a Obligaciones negociables. Si consideremos lo inventarios de rápida realización el ratio (deuda neta -IRR)/EBITDA se encuentra en 5.3x.

Sólida posición competitiva: ISUSA es el único productor de fertilizantes en el Uruguay con una participación de mercado cercana al 43%. El resto de los competidores son compañías que importan el producto final o realizan localmente algunas mezclas. La entrada de estos competidores cambió la dinámica del mercado afectando los márgenes operativos de la compañía. En la línea de productos químicos, ISUSA es el único productor nacional de ácido sulfúrico y goza de una ventaja competitiva natural dada por el alto componente de costo-flete.

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. La emisión de ON por USD 18 millones le permitieron a la compañía refinanciar los vencimientos de corto plazo hasta 2023 mejorando su liquidez y estructura de capital.

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 sostenida baja en los precios de los principales productos podrían llevar a un escenario de estrés derivando en una baja en la calificación. Asimismo, mantener ratios de apalancamiento superiores a 8x podría llevar a una baja de la calificación.

Liquidez y estructura de capital

Limitada liquidez: A sep'18 la posición de liquidez de ISUSA era limitada. La caja resultó en USD 2.3 millones que sumada a los inventarios de rápido realización por USD 33.9 MM alcanzan a cubrir el 79% la deuda financiera de corto plazo (USD 42 millones).

Perfil del negocio

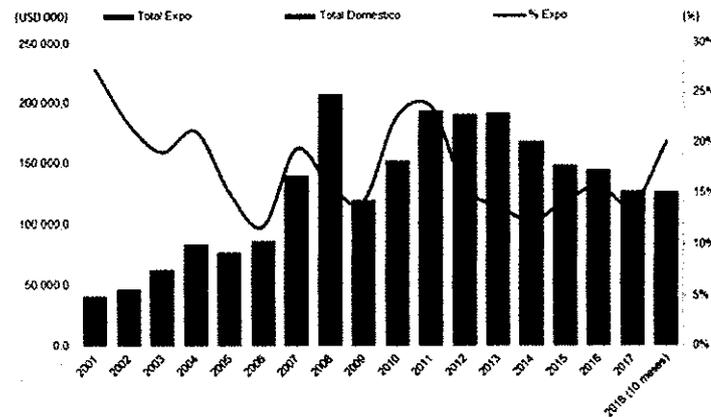
ISUSA es una sociedad anónima constituida en 1946 y tiene como actividad principal la fabricación y comercialización de fertilizantes y productos químicos. Es el único fabricante de fertilizantes en el Uruguay y el principal exportador a Paraguay y Argentina.

Las principales líneas de productos de ISUSA son fertilizantes y productos químicos, y otras de menor cuantía: fungicidas cúpricos (producidos en su empresa controlada Fanaproqui S.A.) y servicios asociados a sus plantas de silos.

ISUSA cuenta con cinco plantas de producción en: Ciudad del Plata (San José), Nueva Palmira (Colonia), Agraciada (Soriano), Durazno (Durazno) y Nueva Palmira y además contrata servicios en Montevideo. También cuenta con plantas de silos en: Nueva Palmira (Colonia) y Melo (Cerro Largo) y un centro de distribución en la zona de Fray Bentos la cual permite tener otro acceso al puerto reduciendo el pago de multas en el puerto de Nueva Palmira por demora en los barcos que traen fertilizantes. Los ingresos de la compañía se obtienen tanto del mercado doméstico (81,2% a septiembre 2018) como el de exportación (18,8%).

Las exportaciones de ISUSA se canalizan básicamente al mercado regional en el que se destacan Argentina, Paraguay y zona franca en Uruguay. También ha ingresado en Chile y Bolivia. La venta de fertilizantes en la región depende de la cosecha en cada país y de la competencia.

Evolución de Ventas: Mercado Domestico vs Exportaciones

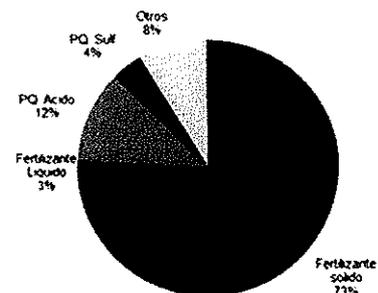


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

El siguiente cuadro muestra la rentabilidad por segmento a Junio'18

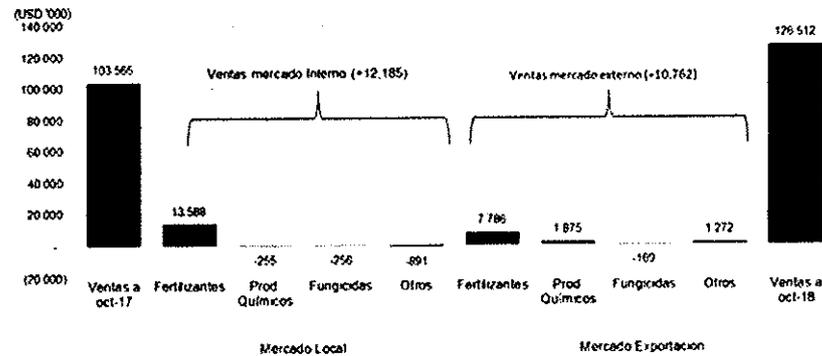
División		jun-14	jun-15	jun-16	jun-17	jun-18
Productos Químicos	Acido	36,89%	25,1%	39,1%	35,6%	34,3%
	Sulfa	33,22%	39,3%	38,6%	43,3%	42,4%
	Otros	32,66%	25,2%	38,2%	38,6%	51,5%
		35,55%	27,4%	38,9%	37,6%	37,5%
Fertilizantes	Líquido	24,35%	13,0%	9,0%	31,4%	35,5%
	Sólido	9,91%	5,2%	3,2%	-1,9%	1,2%
		10,76%	5,7%	3,4%	-0,9%	2,1%
Fungicidas		13,55%	18,6%	22,6%	9,7%	-174,2%
Total		15,83%	11,4%	13,3%	13,0%	11,8%

Ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Apertura variación de ventas



Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

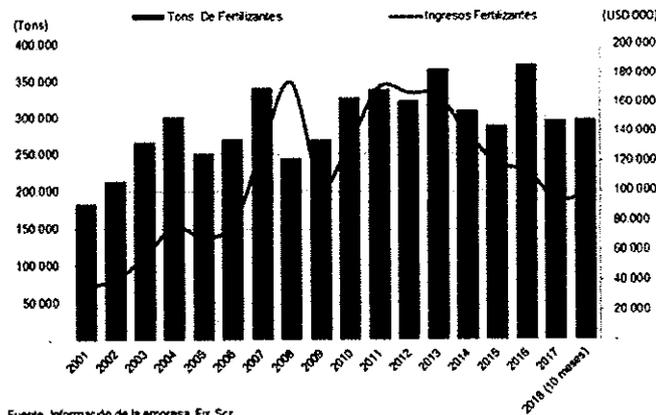
Fertilizantes (77,1% de las ventas a Octubre'18)

Los principales productos comercializados son: compuesto NPK, fosfatados, foliares líquidos y el superfosfato de Calcio, entre otros.

ISUSA es el único productor nacional a través de materias primas importadas. La comercialización de fertilizantes está fuertemente concentrada en dos empresas nacionales y empresas que importan y revenden fertilizantes.

A Octubre de 2018 las ventas se incrementaron un 28% con respecto al mismo período del año anterior; la misma se explica por un incremento en los volúmenes de ventas (23,7%). Los precios continúan deprimidos; mostraron una leve recuperación (2,6%) pero un 36% inferiores a 2012. Hacia adelante se espera un aumento en los volúmenes de ventas con márgenes ajustados por precios bajos y una alta competencia de importadores que poseen estructuras de costos más livianas.

Productos Fertilizantes: Toneladas e Ingresos



Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

Productos Químicos (15,8% de las ventas)

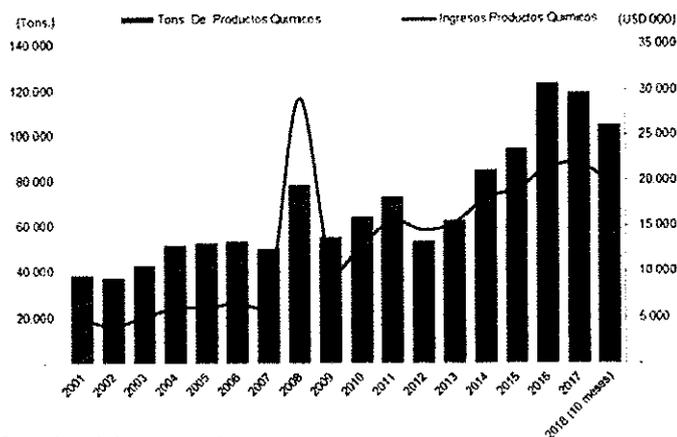
El ácido sulfúrico es el principal producto del segmento de productos químicos. Este se vende directamente como insumo al sector industrial (curtiembres, pasta celulosa, entre otros) y de servicios públicos local (agua potable, energía eléctrica) y es utilizado en un 70% internamente como insumo para la fabricación de fertilizantes como el superfosfato de calcio.

En los últimos 4 años los volúmenes de venta de la compañía crecieron a una tasa anual de aproximadamente el 25%. Por otro lado los precios continuaron con la tendencia a la

baja. Como resultado de ambos efectos las ventas de la compañía mostraron un gradual incremento pasando a US\$ 21.8 MM en 2017 de US\$ 15 MM en 2013.

A oct'18 el segmento tuvo un leve crecimiento del 9%, impulsado por el mercado externo (24,7%) que supero la leve caída del mercado local (-2,3%). Hacia adelante no se esperan incrementos de precios, por lo tanto el margen del segmento estará marcado por la eficientización de los costos.

Productos Químicos: Toneladas e Ingresos



Fuente: información de la empresa Fix Scr

Plantas de Silos y otros servicios (7,1% de las ventas)

Los servicios en la planta de silos comprenden la recepción, pre-limpieza, secado, almacenaje y entrega de granos (soja, trigo, cebada, girasol, entre otros). Estos servicios se orientan al sector agrícola, siendo los clientes los mismos que para los fertilizantes, lo cual determina una gran sinergia entre ambos sectores.

Posición Competitiva

Fertilizantes:

ISUSA es el único productor de fertilizantes de Uruguay, la compañía importa fosforita (materia prima y la convierte en el producto terminado. Los demás competidores importan los fertilizantes directamente. No existen estadísticas oficiales para estimar la porción de mercado de dicho segmento por lo cual la participación en el mercado interno se calcula en función de las importaciones.

Se estima que la participación de mercado de ISUSA es del 32,1%, Maccio del 29,5% Cuyler S.A. 8,6%, Agro servicios Pampeana 6,4% y el resto distribuido en aproximadamente 60 importadores menores. ISUSA cuenta con una relación estrecha con el gobierno debido a que es una actividad promovida y que son los únicos fabricantes. El gobierno controla la composición de los fertilizantes, sin embargo las empresas importadoras cuentan con menores costos y menores controles analíticos y de calidad que ISUSA.

El mercado interno se estima en 700.000 toneladas anuales, que se abastece con producción nacional e importada. Los principales consumidores de fertilizante son los productores de arroz, cebada, cítricos, girasol, soja, trigo y otros productos agropecuarios de la zona litoral, dedicados a la forestación, la producción hortícola y la pradera.

Productos Químicos:

ISUSA es el único proveedor de ácido sulfúrico del país, hecho que de alguna forma se ve estimulado por la barrera natural constituida por el componente de costo-flete que tiene una incidencia muy importante en el caso de los productos líquidos y corrosivos y además se requerirían terminales de líquidos en puertos que por el momento no existen. La instalación de las plantas de pasta de celulosa ha incrementado en forma la demanda de ácido sulfúrico excediendo la actual capacidad de las plantas. Frente a esta situación y al incremento de la demanda esperada por la instalación de otra planta de celulosa, se hicieron inversiones para duplicar la capacidad total de producción de ácido sulfúrico Agraciada. Las plantas de pasta de celulosa tienen la posibilidad de importar, y en el pasado lo han hecho, pero a la fecha ISUSA tiene contratos para el abastecimiento a dichas plantas.

Factores de riesgo

Ventas ligadas a la evolución del sector agrícola: los mercados de ISUSA son el uruguayo, paraguayo y argentino que dependen de la evolución de los precios de los commodities y factores climáticos.

Exposición a la evolución de los precios internacionales: el riesgo de volatilidad de precios de fertilizantes y productos químicos en los mercados internacionales se amplifica debido a la estructura de bajos márgenes de rentabilidad que ISUSA posee.

Riesgo de descalce de moneda: La rentabilidad de la empresa se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda y podría verse deteriorada ante un persistente retraso cambiario, dado que los ingresos están denominados en dólares mientras que los costos de estructura y mano de obra se encuentran indexados en pesos.

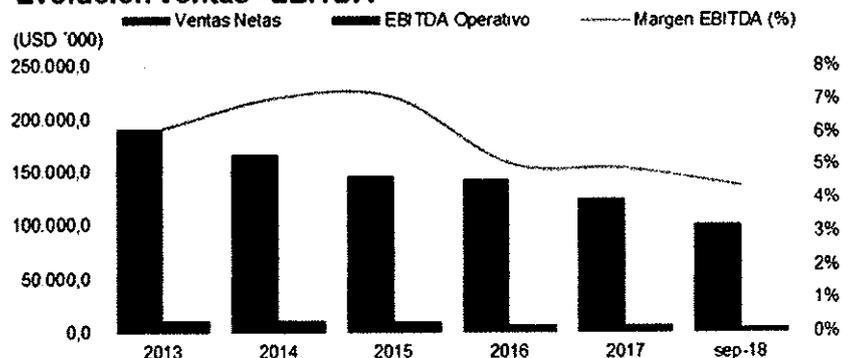
Perfil Financiero

Rentabilidad

El año 2018 la sequía limitó la producción agrícola en Uruguay. A septiembre 2018 (nueve meses) ISUSA generó ventas y EBITDA por US\$ 101 millones y US\$ 4,4 millones, respectivamente. El margen cerro en 4,4% versus el 5,1% del mismo periodo del año anterior, monto similar a las depreciaciones del periodo. Hacia adelante se espera que la compañía tenga márgenes entorno al 5%.

El siguiente cuadro muestra la evolución de ingresos, EBITDA y margen de EBITDA.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

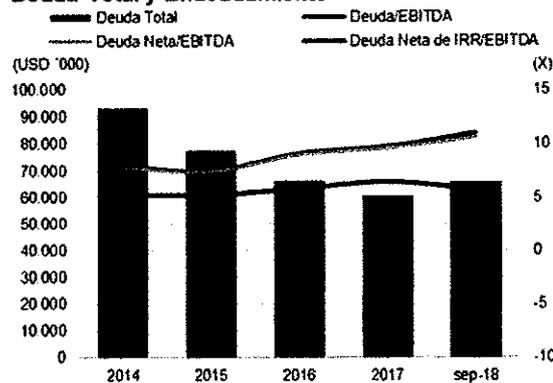
Flujo de fondos

El flujo generado por las operaciones en los últimos 9 meses a sep'18 resultó en US\$ 4,6 MM. El flujo de caja operativo, por su parte, fue negativo en US\$ 0.9 MM, producto de mayores necesidades de capital de trabajo debido al incremento en las ventas durante el período. ISUSA realizó inversiones en bienes de uso por US\$ 2,6 millones y pagó dividendos por US\$ 0,3 millones. Para 2019 se espera que la compañía solamente realice inversiones por mantenimiento (estimadas en US\$ 2.0 MM) y que el flujo de fondos libre sea negativo por mayores necesidades de capital de trabajo.

Liquidez y estructura de capital

En los últimos años la compañía ha logrado a través de generación de fondos y venta de activos no productivos reducir su deuda. Sin embargo el declinante nivel de rentabilidad hizo que el endeudamiento continúe elevado. A sep'18 la deuda financiera de ISUSA era de US\$ 66,5 millones y el ratio de deuda neta/EBITDA de 10.7x. Las coberturas de intereses se mantienen en niveles adecuados (EBITDA/Intereses 2.1x). A Sep'18 el 69,4% de la deuda era bancaria y el resto correspondía a Obligaciones negociables. A la misma fecha, la caja e inversiones liquidas alcanzaba los US\$ 2,3 MM, que en conjunto con inventarios de rápida realización por US\$ 31.6 MM cubrían el 79.8% la deuda financiera de corto plazo.

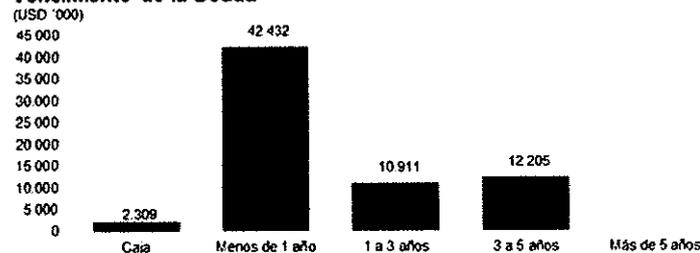
Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía opera con una ajustada estructura de vencimientos, teniendo el 64,7% de la deuda concentrada en el corto plazo. La compañía logro emitir dos series de ONs por un monto de USD 18 MM con los cuales refinanciaron parte de la deuda de corto plazo mejorando la liquidez y la estructura de vencimientos.

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

ISUSA detenta un importante acceso a los mercados de crédito. La compañía ha emitido deuda en los mercados de capitales y opera con numerosos bancos en el mercado local.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a septiembre '18 y a junio '18 han sido estimados anualizando las cifras a 9 meses y 6 meses respectivamente.

Resumen Financiero - Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

(miles de US\$, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF jun-18 6 meses	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses	NIIF 2014 12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.977	6.186	7.232	10.368	11.770
EBITDAR Operativo	2.977	6.186	7.232	10.368	11.770
Margen de EBITDA	4,6	4,9	5,1	7,1	7,1
Margen de EBITDAR	4,6	4,9	5,1	7,1	7,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	4,1	5,3	3,5	7,1	9,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,5	4,4	8,2	5,9	(0,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(1,6)	1,5	1,9	3,4	2,8
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,7	2,0	1,4	2,2	3,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,0	1,8	2,1	2,2	2,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	2,0	1,8	2,1	2,2	2,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
FGO / Cargos Fijos	1,7	2,0	1,4	2,2	3,2
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,2	0,4	0,4	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,1	0,3	0,5	0,4	0,1
FCO / Inversiones de Capital	1,3	5,1	5,9	2,2	0,9
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	11,5	8,8	14,1	7,5	6,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	10,1	9,8	9,1	7,5	7,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	9,9	9,6	9,0	7,4	7,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	10,1	9,8	9,1	7,5	7,9
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	9,9	9,6	9,0	7,4	7,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,0	4,9	4,7	5,6	5,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	53,3	60,3	47,8	39,7	56,6
Balance					
Total Activos	164.478	153.072	152.815	154.084	169.882
Caja e Inversiones Corrientes	1.389	1.033	1.037	663	1.470
Deuda Corto Plazo	32.163	36.464	31.632	30.777	52.757
Deuda Largo Plazo	28.212	24.018	34.511	46.723	40.384
Deuda Total	60.375	60.482	66.143	77.500	93.141
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	60.375	60.482	66.143	77.500	93.141
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	60.375	60.482	66.143	77.500	93.141
Total Patrimonio	68.304	69.594	68.790	68.135	66.341
Total Capital Ajustado	128.679	130.076	134.934	145.635	159.482
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.101	3.466	1.302	5.541	10.546
Variación del Capital de Trabajo	1.347	3.940	13.496	11.367	(6.299)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.449	7.407	14.798	16.908	4.247
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.818)	(1.438)	(2.501)	(7.864)	(4.489)
Dividendos	(287)	(381)	(634)	(462)	(670)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	344	5.587	11.663	8.582	(912)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	24	70	68	737	51
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	6.000	0
Variación Neta de Deuda	(108)	(5.661)	(11.356)	(15.641)	(1.787)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	95	0	0	0	0
Variación de Caja	355	(4)	375	(322)	(2.648)

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 Tercera Serie 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 A6 por 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

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

Características de la Emisión

-Monto a emitir: VN de 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, (Junio 2022).

-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).

Obligaciones Negociables serie II.2 por US\$ 3 MM hasta US\$ 6 MM

Características de la Emisión

-Monto a emitir: VN de USD 3.000.000 ampliable a USD 6.000.000.

-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 54 meses desde la emisión (Abril 2023).

-Amortización: 3 (tres) cuotas iguales, la primera cuota de capital vencerá a los 42 meses desde la fecha de la emisión, la segunda a los 48 meses de la fecha de emisión, y la siguiente a los 54 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 al menos 75% del saldo de capital adeudado de la correspondiente serie. 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 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 28 de noviembre de 2018, confirmó la **Categoría** a la calificación de Emisor y la de las obligaciones negociables emitidas por **ISUSA**:

- ON tercera serie por US\$ 20 MM.
- ON Serie A6 por US\$8 MM
- ON Serie II 1 por US\$ 12 MM
- ON Serie II 2 por US\$ 6 MM

La Perspectiva es Negativa.

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 Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

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, Balance al 30/09/2018 (9 meses).
- 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

[Firma manuscrita]

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

[Firma manuscrita]

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

[Firma manuscrita]

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 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 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 autonomía 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.