

## Zonamerica S.A. (ZA)

### Informe de Actualización

#### Calificaciones

Emisor A-(uy)  
ON Serie 1 por hasta US\$ 11 MM A-(uy)

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

	30/06/18	31/03/18
USD/miles	9 m	6 m
Total Activos	87.877	90.570
Total Deuda		
Financiera	21.649	22.025
Ingresos	23.280	18.650
EBITDA	6.897	4.704
Deuda/ EBITDA	2,4	2,3
EBITDA/Intereses	7,4	6,8

#### Informes relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

#### Analista Principal

Gabriela Curutchet  
Director Asociado  
+5411 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

#### Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso  
Director Asociado  
+5411 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

#### Responsable del Sector

Cecilia Minguillon  
Director Senior  
+5411 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Manejo consolidado del grupo:** El grupo a través de su holding Zonamerica Ltd. se maneja con una administración centralizada que prioriza la rentabilidad del grupo en su conjunto. Zonamerica S.A. (ZA) es la principal compañía del grupo con aprox. el 63% de los ingresos y 57% del EBITDA. En el pasado Zonamerica Ltd. brindó soporte a las compañías del grupo mediante garantías, mientras que las subsidiarias otorgaron financiamiento al grupo para la realización de inversiones a través de dividendos o préstamos intercompañías. Durante el corriente ejercicio ZA distribuyó dividendos por el equivalente a USD 8.4 millones teniendo además préstamos otorgados a Zonamerica Ltd. por USD 11.4 millones. FIX considera que el mayor endeudamiento de ZA, en beneficio del grupo constituye un riesgo para la compañía, limitado por el cumplimiento de los convenants establecidos en los contratos de ON.

**Aumento de endeudamiento con buena estructura de capital:** la compañía incrementó su deuda financiera a USD 22 millones a marzo '18 de USD 5.4 millones en sept. '16. El 3 de noviembre de 2017 ZA emitió la Serie 1 de Obligaciones Negociables por USD 11 millones, con vencimientos a 12 años con seis años de gracia para el repago de capital. La emisión junto con los préstamos bancarios de largo plazo le brindaron a la compañía flexibilidad para financiar el flujo de fondos libre negativo del ejercicio 2018 y contar además con un ratio de EBITDA/Servicio de deuda estimado en valores cercanos a 2.6x para el periodo 2018-2024.

**Generación interna de fondos estables:** los contratos de arrendamiento y servicios denominados en dólares le han otorgado a Zonamerica S.A. una base de ingresos estable y predecible entre USD 27 millones y USD 30 millones anuales. La Resolución del Poder Ejecutivo le permite a ZA la explotación hasta 2040 de la zona franca en una zona estratégica cercana a Montevideo y le permitió a la compañía construir más de 79.000 mts2 rentables destinados a una cartera atomizada de aprox. 150 clientes directos y más de 400 usuarios indirectos.

**Consolidación del modelo de negocio:** Los ingresos estables junto con un manejo conservador de los costos le permiten a la compañía tener un flujo de caja operativo estable de por lo menos USD 5.0 millones. FIX estima que a partir de 2019, ZA tendrá un flujo de fondos libre positivo superior a USD 2.0 millones ya que la compañía planea mantener los actuales niveles de metros cuadrados arrendables, realizando inversiones solamente para mantenimiento y actualización de la infraestructura ya construida por entre USD 2.0 millones y USD 2.5 millones por año, con acotados niveles de distribución de dividendos.

#### Sensibilidad de la calificación

FIX considerará una baja en la calificación en el caso de existir (i) un menor nivel de rentabilidad producto de la baja en la ocupación o reducción de los precios de arrendamiento o (ii) un mayor endeudamiento producto de elevados niveles de distribución de dividendos y/o otorgamiento de préstamos intercompañías.

#### Liquidez y estructura de capital

A junio '18 la compañía mostro una adecuada liquidez con un ratio de caja/deuda de corto de 1.1x. FIX espera que la compañía continúe operando con una adecuada liquidez, sostenida por los bajos vencimientos de deuda en los próximos años.

## Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a marzo '18 y junio '18 han sido estimados anualizando las cifras del periodo.

Resumen Financiero- Zonamérica S.A.  
(Miles de US\$, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables

Periodo

Meses

	NIIF jun-18 9 meses	NIIF mar-18 6 meses	NIIF sep-17 12 meses	NIIF sep-16 12 meses	NIIF sep-15 12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	6.897	4.704	7.562	7.998	8.059
EBITDAR Operativo	6.897	4.704	7.562	7.998	8.059
Margen de EBITDA	29,6	30,3	24,7	27,8	26,7
Margen de EBITDAR	29,6	30,3	24,7	27,8	26,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	8,0	9,7	9,3	10,2	7,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(31,4)	(22,5)	8,6	(6,3)	10,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	3,5	11,7	5,1	6,0	1,4
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,9	5,5	11,3	26,0	19,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,4	8,8	12,9	32,2	26,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	7,4	8,8	12,9	32,2	26,5
EBITDA / Servicio de Deuda	2,5	2,5	3,0	10,0	3,8
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	2,5	2,5	3,0	10,0	3,8
FGO / Cargos Fijos	4,9	5,5	11,3	26,0	19,8
FFL / Servicio de Deuda	(2,3)	(1,5)	1,3	(2,0)	1,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,8)	(0,7)	1,4	(0,5)	2,2
FCO / Inversiones de Capital	1,5	2,1	2,0	1,1	2,0
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,5	3,6	2,7	1,8	1,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,4	2,3	1,5	0,7	0,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,1	2,0	1,4	0,5	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,4	2,3	2,2	1,4	1,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	2,1	2,0	2,1	1,2	1,1
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4
<b>Balances</b>					
Total Activos	87.877	90.570	84.531	75.879	88.433
Caja e Inversiones Corrientes	2.658	3.001	413	1.142	1.217
Deuda Corto Plazo	2.464	2.338	1.930	548	1.827
Deuda Largo Plazo	19.185	19.687	9.066	4.850	2.655
Deuda Total	21.649	22.025	11.026	5.398	4.482
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	21.649	22.025	11.026	5.398	4.482
Deuda Fuera de Balance	0	0	5.322	5.577	5.500
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	21.649	22.025	16.348	10.975	9.982
Total Patrimonio	63.884	66.857	80.809	57.740	71.146
Total Capital	75.543	77.882	71.636	63.137	75.628
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	3.621	3.094	6.075	6.208	5.701
Variación del Capital de Trabajo	(563)	(160)	(719)	(321)	427
Flujo de Caja Operativo (FCO)	3.038	2.934	5.356	5.887	6.128
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.988)	(1.392)	(2.723)	(5.294)	(3.054)
Dividendos	(8.352)	(5.047)	0	(2.411)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(7.302)	(3.505)	2.633	(1.818)	3.073
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	76	0	850	0
Otras Inversiones, Neto	16	(6.075)	(8.758)	8	0
Variación Neta de Deuda	10.528	10.638	5.396	885	(1.797)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(347)	2.084	0	0	(405)
Variación de Caja	2.895	3.219	(729)	(75)	871
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	23.290	15.650	30.817	28.976	30.156
Variación de Ventas (%)	N/A	1%	6%	-4%	3%
EBIT Operativo	4.245	2.913	4.348	5.027	5.352
Intereses Financieros Brutos	937	689	587	249	304
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.437	3.400	3.070	3.887	980

## Anexo II. Glosario

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

## Anexo III. Características del Instrumento

Zonamerica S.A. emitió las Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta U\$S 11 millones bajo el programa de U\$S 30 millones, según las siguientes condiciones:

**Monto:** por hasta U\$S 11.000.000

**Fecha de Emisión:** 3 de noviembre 2017

**Moneda:** dólares estadounidenses.

**Vencimiento:** doce años desde la fecha de emisión.

**Período de gracia:** 6 años

**Amortización:** 6 cuotas anuales consecutivas una vez finalizado el período de gracia.

**Intereses:** Libor (180días) + 4%. La tasa de interés en ningún caso será inferior a una tasa nominal anual de 6,00% y superior a una tasa nominal anual de 7,25%. El pago de intereses se realizará semestralmente.

**Uso de los fondos:** Los fondos netos serán utilizados por el Emisor para reestructurar deuda financiera de su casa matriz y para realizar inversiones. El Emisor pagará dividendos a Zonamerica Ltd. por hasta U\$S 8 millones y Zonamerica Ltd. utilizará la totalidad de dichos fondos para cancelar deuda financiera. El remanente será utilizado para realizar inversiones.

**Condiciones Financieras:**

- Deuda Financiera Total / Total de Activos deberá ser inferior a 50%
- Deuda Financiera / EBITDA: inferior a 4.5x los primeros 3 años e inferior a 4.0x a partir de finalizado el tercer año hasta su cancelación.
- EBITDA / Servicio de Deuda mayor a 1.5x.

Para el cálculo de los ratios se tomarán en consideración los Estados Contables Auditados de Zonamerica S.A. al cierre de cada ejercicio expresado en su moneda funcional (dólares estadounidenses).

**Rescate anticipado:** no se podrá realizar antes del cuarto año desde la fecha de emisión. Entre el cuarto y quinto año se pagará el 2.5% del capital rescatado. Durante el sexto año se pagará el 2%, el séptimo año el 1.5% y a partir del octavo año el 1%.

**Cambio de Control:** ante un cambio de control igual o superior al 50% se generaría una cancelación anticipada.

## Anexo IV. Dictamen de calificación

### FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 30 de agosto de 2018, confirmó\* en **Categoría A-(uy)** a la calificación de Emisor de **Zonamerica S.A.** y a la calificación de las Obligaciones Negociables Serie I por hasta U\$S 11 millones. Las calificaciones cuentan con **Perspectiva Estable**.

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

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

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

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

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

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 29 de enero de 2018 disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com), y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

### Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

### Fuentes

- > Estados Contables Generales anuales hasta el 30/09/2017 y Estados Financieros Condensados Intermedios al 31/03/2018 y 30/06/2018.
- > Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & Touche ZF Ltda.
- > Información de gestión suministrada por la compañía.

**FIX SCR URUGUAY**  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



**FIX SCR URUGUAY**  
CALIFICADORA DE RIESGO SA

**FIX SCR URUGUAY**  
CALIFICADORA DE RIESGO SA

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 calificadoradora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. 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

