

## Zonamerica S.A. (ZA)

### Informe de Integral

#### Calificaciones

Emisor A-(uy)  
ON Serie I por hasta U\$S 11 MM A-(uy)

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

Consolidado	30/9/2019	30/9/2018
(USD miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	86.012	87.699
Deuda Financiera	19.281	22.682
Ingresos	30.648	31.140
EBITDA	9.795	7.636
EBITDA (%)	32,0	24,5
Deuda Total / EBITDA	2,0	3,0
Deuda Neta Total / EBITDA	1,9	2,9
EBITDA / Intereses	7,1	5,4

#### 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

Cándido Pérez  
Analista  
+54 11 5235 8119  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)

#### Analista Secundario

Pablo Artusso  
Director Asociado  
+54 11 5235 8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Manejo consolidado del grupo:** Zonamerica S.A. (ZA) es la principal compañía del grupo Zonamerica con aprox. el 61% de los ingresos y 62% del EBITDA. Zonamerica Ltd. (holding) centraliza la administración del grupo y brinda soporte a las compañías mediante garantías, mientras que las subsidiarias otorgan financiamiento al grupo para la realización de inversiones a través de dividendos o préstamos entre relacionadas. Zonamerica S.A. se constituyó como fiador solidario de los préstamos bancarios otorgados a Inversiones Zonamerica S.A. FIX considera que una mayor asistencia financiera de ZA en beneficio del grupo constituye un riesgo para la compañía, ya que el mismo podría incrementar el apalancamiento, mitigado por el cumplimiento de los convenants establecidos en los contratos de sus Obligaciones Negociables vigentes.

**Adecuada estructura de vencimientos de deuda:** a sept'19 el endeudamiento de la compañía era de USD 19.3 millones. Del total de deuda, el 60% corresponde a las Obligaciones Negociables con cancelación de capital a partir de 2024 y vencimiento en 2029. El resto del endeudamiento corresponde a préstamos bancarios de mediano plazo. FIX estima que el ratio de deuda/EBITDA a septiembre 2020 será cercano a 2.0x e irá reduciéndose gradualmente durante los siguientes ejercicios, pudiendo cumplir con las condiciones de endeudamiento y cobertura estipulados en los términos y condiciones de las ON.

**Generación interna de fondos estable:** 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 28 millones y USD 31 millones anuales. La Resolución del Poder Ejecutivo le permite a ZA la explotación hasta el año 2040 la zona franca en una zona estratégica cercana a Montevideo y le permitió a la compañía construir más de 80.000 mts<sup>2</sup> rentables destinados a una cartera atomizada de aprox. 300 clientes. FIX espera que en los próximos años las ventas crezcan a una tasa de entre un 1%-2% anual medidos en dólares, mientras que el EBITDA lo haga a una tasa de entre 2%-3% anual, lo que representa una expansión en el margen EBITDA hasta el 34% en 2024. FIX entiende que ello será posible principalmente debido al cambio en el mix de ventas entre metros cuadrados dedicados a servicios de logística por espacios convertidos a oficinas, como también debido al resultado de procesos de reducción de costos llevado a cabo durante el año fiscal 2018.

**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 6 millones. FIX estima que a partir de 2021 ZA tendrá un flujo de fondos libre positivo en torno a un millón de dólares, ya que la compañía no planea realizar expansiones significativas, realizando inversiones solamente para mantenimiento y actualización de la infraestructura ya construida por entre USD 3-4 millones por año.

#### 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 y/o alquiler o (ii) un mayor endeudamiento producto de elevados niveles de distribución de dividendos y/o otorgamiento de préstamos intercompañías.

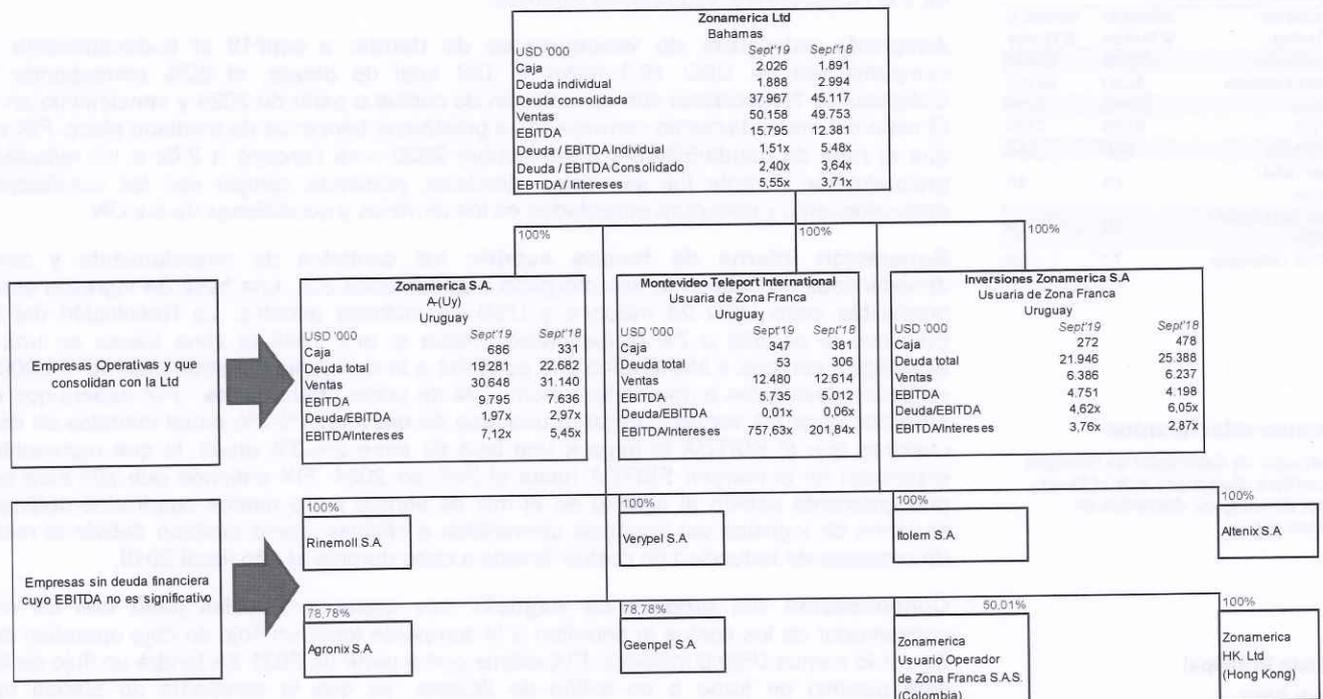
#### Liquidez y estructura de capital

**Liquidez en mejora:** Zonamerica opera con una adecuada posición de liquidez. Actualmente la compañía se encuentra en un proceso de renegociación de los préstamos bancarios que le van a permitir bajar los costos financieros de dichos préstamos. La compañía ha demostrado tener buen acceso al financiamiento de bancario de mediano/largo plazo y al mercado de capitales.

## Perfil del Negocio

Zonamerica S.A. (ZA) forma parte del grupo Zonamerica Ltd. que se dedica a desarrollar la zona franca autorizada en las afueras del Montevideo (departamento de Montevideo). La compañía posee dicha concesión por 50 años con vencimiento en 2040. ZA está instalada en un punto estratégico del cono sur (a una hora en avión de Bs As. y Porto Alegre) en un predio de aprox. 92 ha (propias aprox. 85 ha). Con más de 150.000 mts construidos, ZA brinda arrendamientos y distintos tipos de servicios a las compañías alojadas en el predio, las cuales van desde compañías de logística, servicios financieros, call centers, servicios compartidos y consultoras, hasta desarrolladoras de software y biotecnológicas. Con más de 300 empresas físicamente instaladas dentro del parque, alberga a más de 10.000 trabajadores. En la actualidad, de los 26 edificios construidos en la zona franca, ZA es propietaria de 17 de ellos contando con aproximadamente 90.000 m2 construidos.

## Estructura Societaria



El grupo Zonamerica se maneja consolidadamente, con una administración que busca maximizar la rentabilidad del conjunto. Zonamerica Ltd opera como la inversora del grupo, no realizando operaciones de forma individual. Mientras que Zonamerica S.A. representa aprox. el 61% de los ingresos del grupo y el 62% del EBITDA. Existen operaciones cruzadas entre las compañías del grupo. Zonamerica Ltd le ha brindado soporte financiero a ZA mediante el otorgamiento de garantías. A su vez ZA ha distribuido dividendos y otorgado préstamos a intercompañías con el fin de financiar inversiones que no se encuentran en cabeza de ZA. FIX considera que una mayor asistencia financiera de ZA en beneficio del grupo constituye un riesgo para la compañía, ya que el mismo podría incrementar el apalancamiento, mitigado por el cumplimiento de los convenants establecidos en los contratos de sus Obligaciones Negociables vigentes.

Actualmente el grupo se encuentra incursionando en la expansión regional del modelo de negocios, replicando la metodología utilizada en Montevideo pero con socios y financiación local, con la construcción en Cali, Colombia de una Zona Franca que cuenta en su primer etapa con 15.000 m2 para arrendar con todos los servicios y tecnologías requerida por la industria para convertirse en un gran polo de negocios.

## Regulación de Zonas Francas - Beneficios fiscales (ley 15.921)

Los usuarios de una zona franca adquieren derecho a operar mediante contrato oneroso celebrado con el explotador (usuarios directos) o con usuarios existentes (usuarios indirectos). Ambos requieren autorización de la Dirección General de Comercio – Área Zonas Francas para operar. Los usuarios pueden utilizar las instalaciones que le brindan los explotadores de la zona franca o construir las propias, comprando al administrador el terreno y contratando con él los servicios generales, ya que sustituyen los monopolios estatales por empresas propias o contratadas que prestan los servicios básicos como electricidad, agua, seguridad, telecomunicaciones, entre otros.

Los clientes de Zonamerica se constituyen como usuarios de Zona Franca, beneficiándose de paquetes fiscales y aduaneros. La ley de Zonas Francas garantiza la exoneración de todo impuesto creado o a crearse a las empresas usuarias de Zona Franca durante la duración de su contrato con Zonamerica. Los usuarios cuentan con los siguientes beneficios fiscales:

- Exención del impuesto a la renta (25%) y del patrimonio (1.5% para empresas).
- Exención del impuesto al valor agregado (22%).
- Completa exoneración de todos los impuestos y tasas aduaneras e impuestos sobre ventas.
- Posibilidad de repatriar el 100% de su capital y ganancias.
- Exención a los aportes a la seguridad social para funcionarios extranjeros.
- Almacenaje sin tiempo para todo tipo de bienes.
- Inexistencia de monopolios estatales.

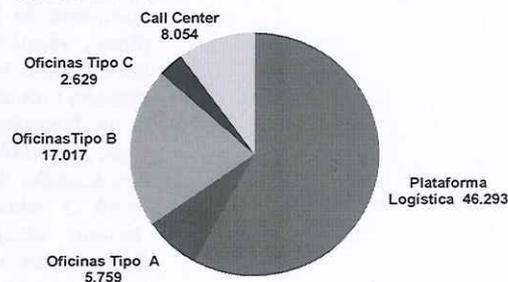
## Infraestructura

El Parque ha sido diseñado para un segmento de empresas multinacionales con altas exigencias en materia de telecomunicaciones, seguridad y demás servicios. Actualmente, ZA tiene 78.315 m2 rentables con un porcentaje de ocupación promedio superior al 89%. ZA brinda arrendamiento de depósitos, oficinas clasificadas en A, B y C según el nivel arquitectónico e infraestructura y call centers.

Ocupación Zonamerica		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
% de ocupación		80%	90%	99%	93%	91%	83%	80%	87%
Logística		80%	90%	99%	93%	91%	83%	80%	87%
Oficinas A		86%	100%	100%	98%	88%	93%	96%	98%
Oficinas B		84%	89%	89%	88%	80%	77%	84%	84%
Oficinas C		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Call center		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fente: Información de la empresa, Fix Scr

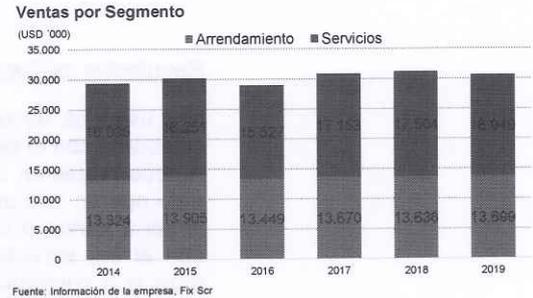
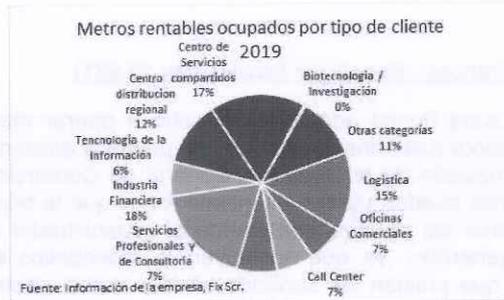
Metros cuadrados rentables de Zonamerica S.A.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Ingresos

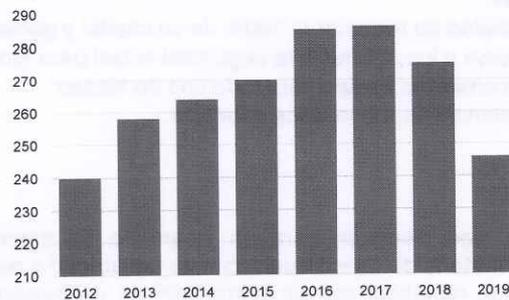
Los ingresos de ZA se segmentan en arrendamiento (45%) y servicios (55%). Los principales servicios otorgados son servicios de infraestructura (áreas de parking, veredas, iluminación, áreas verdes y áreas de recreación), otorgamiento de energía eléctrica, agua potable, servicios de limpieza y mantenimiento, seguridad y servicios de apoyo (áreas de carga y descarga, de servicio, de contenedores y vehículos).



La compañía posee sus ingresos atomizados dado que a la fecha hay más de 300 empresas instaladas en el parque. Ninguno de los clientes supera el 4.8% de la facturación de ZA.

Los precios de arrendamiento se encuentran en línea con los precios de la región más un plus por tratarse de alquileres en una zona franca. (Ver Posición Competitiva).

**Evolución del Personal de Zonamérica S.A.**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

Los usuarios pagan a Zonamerica un alquiler mensual en dólares por adelantado. Los contratos de Usuario (tanto de oficinas como de logística) pueden celebrarse por cualquier plazo, siempre que su vencimiento no exceda el 16/02/2040. A septiembre de 2019 el vencimiento promedio de los contratos se ubicó en los 5.8 años. Los cuales en su mayoría poseen una cláusula de prórroga automática (con excepción de los nuevos contratos debido a la modificación de ley que los rige) mientras que para la actualización de los precios existen cuatro modalidades, la más relevante se realiza según la variación del Índice de Precios al Consumidor de Estados Unidos, aunque también se cuenta con métodos mixtos que utilizan tanto la variación de precios en Estados Unidos como en Uruguay. Adicionalmente, cada usuario, incluyendo aquellos que poseen instalaciones propias, paga mensualmente a Zonamerica un precio por metro cuadrado ocupado por áreas comunes. Asimismo, la empresa brinda otros servicios tales como seguros, construcción de obras adicionales, mantenimiento, etc.

FIX considera que estas cláusulas contractuales permiten a la compañía mantener un reducido nivel de incobrabilidad. Los contratos establecen que la falta de cumplimiento en los pagos en tiempo y forma puede ser castigada con multas y recargos por mora (equivalente al 10% de la suma adeudada más una tasa LIBOR incrementada en un 12%), otorgándose una tolerancia de 45 días después del vencimiento para interferir en la entrada y salida de los bienes al predio. Adicionalmente, transcurridos el plazo de tolerancia, Zonamerica tiene derecho a dejar de prestar los servicios básicos (luz, energía, agua, etc.).

## Costos

Los costos se encuentran mayormente denominados en pesos, siendo las retribuciones al personal y las cargas sociales el de mayor relevancia representando el 30% de los costos y gastos operativos y el 22% de los ingresos. Debido a que los ingresos se encuentran denominados en dólares y los costos salariales en pesos, la compañía podría ver reducidos sus márgenes operativos en los períodos donde la inflación supera la variación del tipo de cambio.

### Estructura de costos

US\$ 000

	2016	2017	2018	2019
<b>Ventas</b>	<b>28.976</b>	<b>30.617</b>	<b>31.140</b>	<b>30.648</b>
Retribuciones y cargas sociales	3.712	4.420	4.549	3.929
Amortizaciones	2.879	3.097	3.275	3.156
Servicios Contratados	2.829	2.844	2.878	2.774
Energía Eléctrica	2.535	2.744	2.711	2.411
Canon	783	787	809	784
Otros	3.623	3.761	3.842	3.908
<b>Costos de Ventas</b>	<b>16.361</b>	<b>17.653</b>	<b>18.065</b>	<b>16.962</b>
Retribuciones y cargas sociales	3.578	4.203	4.799	3.444
Impuestos	926	1.227	1.220	1.180
Publicidad	679	505	394	208
Honorarios	531	536	546	336
Amortizaciones	92	177	241	222
Otros	1.782	1.968	1.754	1.878
<b>Gastos de Adm y Comercialización</b>	<b>7.588</b>	<b>8.617</b>	<b>8.955</b>	<b>7.267</b>

Elaboración: Información de la empresa

## Posición Competitiva

La competencia es regional y en ciertas actividades no solo se consideran los beneficios fiscales sino también los costos, accesos a las oficinas, la plataforma de telecomunicaciones, situación socio-económica y marco regulatorio del país, ampliando la competencia a zonas no francas. Los mayores competidores inmediatos de Zonamerica son: Los operadores de otras zonas francas, que en el Uruguay actualmente funcionan 11 Nueva Palmira (estatal), Fray Bentos (UPM), Libertad, Punta Pereira (Montes del Plata), Colonia, Colonia Suiza, Florida, Zonamerica, WTC Free Zone, Parque de las Ciencias y Aguada Park.

Las zonas francas son parte del motor de crecimiento de la economía uruguaya y son intensivas en empleo, en diversos casos con alto nivel de capacitación. En base al último censo (2017) de zonas francas el Valor Agregado Bruto (VAB) representó aproximadamente el 4.8% del PIB creciendo desde el 3,5% del PIB (2014). Según datos del Ministerio de Economía y Finanzas en 2017 las 11 zonas francas representaron cerca del 27% de las exportaciones totales del país al sumar unos USD 4.302 millones. De igual forma, las zonas francas se han consolidado como un instrumento válido para atraer inversiones. En 2017 la inversión fue de un total de USD 225 millones representando un 2.3% del total de la inversión del país.

Por otra parte, Zonamerica también compite con la oferta de alquiler tradicional de oficinas y depósitos logísticos en las ciudades de Montevideo, Buenos Aires y Santiago de Chile. La cercanía a Montevideo en un campus con múltiples servicios produce una ventaja competitiva con respecto al resto de sus competidores.

## Administración y calidad de los accionistas

Zonamerica es una empresa familiar enfocada en el desarrollo de servicios de zona franca y servicios complementarios con actividad en Uruguay desde 1990. Además, el grupo realiza negocios inmobiliarios, que ya opera el primer edificio de zona franca Colombia. Zonamerica Ltd, es la empresa holding del grupo que consolida con las demás compañías operativas del grupo.

## Riesgo del Sector

De acuerdo a la inmobiliaria Coldwell Banker Commercial (especializada en oficinas y logística), entre 2020-2024 ingresarán al mercado uruguayo 31.869 mts2 de oficinas rentables considerando los actuales edificios en construcción y los que todavía no han comenzado. Si se mantiene el ritmo de ocupación de los últimos años de 6.600 mts2 anuales, se podrían absorber 26.400 mts2 en cuatro años, generando un excedente de la oferta con la demanda proyectada. La vacancia promedio del mercado es del 16.1%, siendo sensiblemente menor entre las oficinas Premium.

## Factores de Riesgo

- **Actividad altamente regulada.** Cambios en las regulaciones nacionales y del MERCOSUR, así como cualquier cambio legal en los países de la región respecto de las zonas francas o actividades relacionadas podría afectar las actividades de la compañía.
- **Ingresos sensibles a las variaciones en la actividad económica y comercio de la región,** con impacto principalmente en la actividad de logística, así como también en los precios de los alquileres.
- **Competencia de parques industriales y zonas francas en la región,** mitigado por el grado de desarrollo alcanzado por Zonamerica y la diferenciación en cuanto a calidad de producto ofrecido.
- **Necesidades de financiamiento del grupo.** La mayor necesidad de fondos del grupo podría producir un incremento de endeudamiento de la compañía, el cual es limitado al cumplimiento de los convenants.
- **Tipo de cambio.** Un incremento de la inflación mayor a la variación del tipo de cambio podría provocar una reducción de los márgenes operativos.

## Perfil Financiero

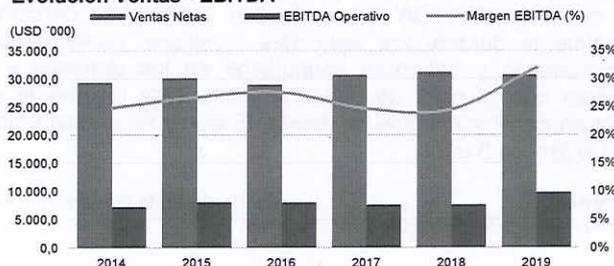
### Rentabilidad

Los ingresos de ZA resultan estables y predecibles dado que los contratos con los arrendatarios se estipulan en dólares siendo el plazo promedio de los mismos entre 4 y 5 años. Los ingresos de la compañía varían según los m2 rentables, al nivel de ocupación y la variación de los precios de los espacios arrendados ingresados/salidos de la zona franca, que impactan en los ingresos por control de inventarios.

A septiembre'2019 los ingresos de ZA alcanzaron los USD 30,7 millones habiéndose reducido en un 1.6% con respecto a sept'2018. Dicha caída es explicada por la reducción del 3.2% en los servicios cobrados por gastos comunes. Mientras que los ingresos por arrendamiento crecieron en un 0.5% en el mismo periodo de tiempo, debido al incremento en los precios de arriendo de oficinas en casi todas sus clases (+5.3% A, y +12% C) y la recuperación del precio promedio en la categoría Call Centers +32%, que más que compensaron la reducción en los precios arriendo en depósitos (-13%) y las oficinas clase B (-4%). Por otro lado, la ocupación mejoró tanto en segmento logístico al pasar a 87% en 2019 desde el 80% registrado en 2018, como en el de oficinas clase A que se ubicó en 98% desde el 96% registrado el año anterior. Mientras que en oficinas clase B, C y Call Centers la ocupación se mantuvo en los mismo niveles que el 2018 en 84%, 100% y 100%, respectivamente.

En tanto el EBITDA cerró en USD 9.8 millones, creciendo un 28% con respecto a sept'18 (USD 7.6 millones). El margen de EBITDA se expandió en 7.4 puntos porcentuales a 32% desde el 24.5% obtenido un año atrás. El avance del margen EBITDA se debe principalmente al proceso de reducción de costos que viene realizando la compañía, con la reducción en los costos laborales, en especial las retribuciones y cargas sociales que se redujeron del 26% de las ventas en 2018 al 22% de las ventas en 2019.

### Evolución Ventas - EBITDA



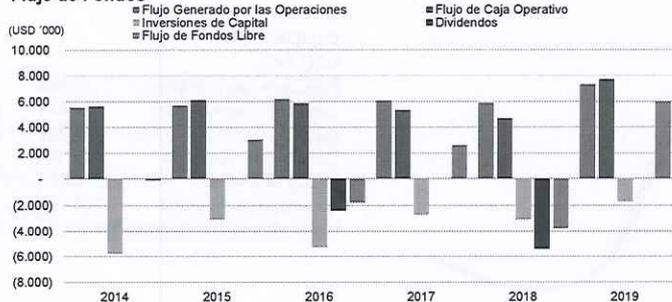
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

FIX espera que en los próximos años las ventas crezcan a una tasa de entre un 1%-2% anual medidos en dólares, mientras que el EBITDA lo haga a una tasa de entre 2%-3% anual, lo que representa una expansión en el margen EBITDA hasta el 34% en 2024. FIX entiende que ello será posible principalmente debido al cambio en el mix de ventas entre metros cuadrados dedicados a servicios de logística por espacios convertidos a oficinas, como también debido al resultado de procesos de reducción de costos llevado a cabo durante el año fiscal 2018.

### Flujo de Fondos

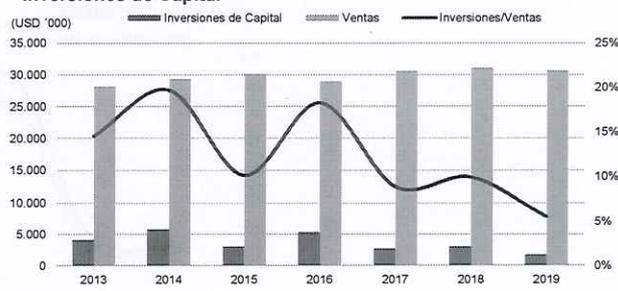
En los últimos años ZA generó un flujo de caja operativo estable por el orden de los USD 6 millones. La compañía realizó inversiones de capital destinadas a la mejora en infraestructura actual, no habiendo construido nuevos edificios en los últimos años. Las inversiones fluctuaron entre USD 1.7 millones y USD 5.7 millones por año. No existe una política definida con respecto a la distribución de dividendos. En el pasado la distribución de dividendos ha sido errática dependiendo de la generación de fondos de ZA y las necesidades del grupo. El flujo de fondos libre suele ser positivo con excepción a los periodos con elevadas inversiones y/o distribución de dividendos. En 2019 la empresa no distribuyó dividendos, se realizaron inversiones por un total de USD 1.7 millones y el flujo de fondos libre resultó positivo en USD 6 millones.

### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

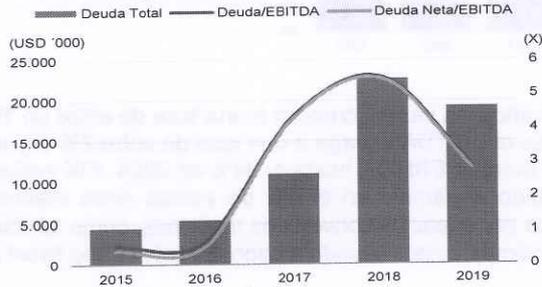
En el corto/mediano plazo ZA no planea realizar ninguna inversión de importante envergadura. Las inversiones para 2020 rondarán los USD 3.7 millones y serán destinados a mejoramientos puntuales de ciertos edificios y depósitos. Para adelante las inversiones por mantenimiento rondarán entre los USD 3 y 4 millones.

FIX espera que para sept'2020 el flujo de fondos libre resulte levemente negativo en aprox. USD 1 millón como consecuencia la distribución de dividendos en efectivo por USD 3.3 millones e inversiones por USD 3.7 millones, a pesar de un incremento en el flujo de caja operativo. A partir del año fiscal 2021 FIX espera que la compañía logre un flujo de fondos positivo cercano a USD 1 millón, dependiendo de los niveles de inversiones y pagos de dividendos.

## Liquidez y estructura de capital

A septiembre'19 la deuda financiera resultó en USD 19.3 millones, con un ratio de deuda/EBITDA de 2.9x. El mismo se encuentra compuesto por préstamos bancarios amortizables con los bancos locales ITAU, BROU, BBVA y la primer serie de ON por USD 11 millones. Adicionalmente la compañía planea emitir en el mediano plazo una segunda serie por USD 4,0 millones. Una vez finalizada esta última emisión la deuda ascenderá a su máximo de USD 20 MM, pero se irá reduciendo con la cancelación de los préstamos de largo plazo. El ratio de deuda/EBITDA a septiembre 2020 será cercano a 2.0x e irá reduciéndose gradualmente durante los siguientes ejercicios, pudiendo cumplir con las condiciones de endeudamiento y cobertura estipulados en los términos y condiciones de las ON. FIX considera que el nivel de endeudamiento será levemente elevado mitigado por la buena estructura de vencimientos de deuda. El siguiente grafico muestra los vencimientos de capital en los próximos 5 años.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Vencimiento de la Deuda

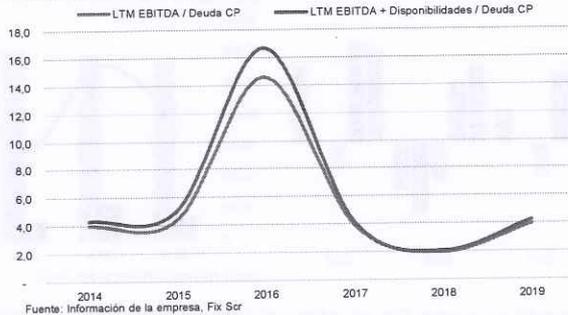


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía ha demostrado tener buen acceso al financiamiento bancario de mediano/largo plazo y al mercado de capitales. En 2004 la compañía emitió ON por USD 9.7 millones garantizadas por Zonamerica Ltd. Las mismas fueron canceladas al vencimiento. Los principales bancos del grupo son BROU, BBVA, HSBC e Itaú. En noviembre'17 la compañía emitió una serie de ON por USD 11 millones con vencimiento en 12 años, con 6 años de gracias al pago de capital y con una tasa de interés con un máximo de 7,25% y un mínimo de 6% anual. Actualmente la compañía se encuentra en un proceso de renegociación de los préstamos bancarios que le van a permitir bajar los costos financieros de dichos préstamos.

### Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Capitalización

USD '000		
Deuda de Corto Plazo	2.469	3%
Deuda de Largo Plazo	16.812	19%
Otros	14.300	16%
Deuda Total Ajustada	33.581	38%
Total Patrimonio	55.161	62%
Total Capital Ajustado	88.742	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Zonamerica S.A

(miles de USD, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses	NIIF 2014 12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	9.795	7.636	7.562	7.998	8.059	7.292
EBITDAR Operativo	9.795	7.636	7.562	7.998	8.059	7.292
Margen de EBITDA	32,0	24,5	24,7	27,6	26,7	24,8
Margen de EBITDAR	32,0	24,5	24,7	27,6	26,7	24,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,8	8,1	7,6	10,2	7,9	7,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	19,6	(12,2)	8,6	(6,3)	10,2	(0,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	4,8	0,9	5,2	6,0	1,4	4,3
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,3	5,2	11,3	26,0	19,8	24,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,1	5,4	12,9	32,2	26,5	31,2
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	7,1	5,4	12,9	32,2	26,5	31,2
EBITDA / Servicio de Deuda	2,5	1,4	3,0	10,0	3,8	3,5
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	2,5	1,4	3,0	10,0	3,8	3,5
FGO / Cargos Fijos	6,3	5,2	11,3	26,0	19,8	24,7
FFL / Servicio de Deuda	1,9	(0,5)	1,3	(2,0)	1,6	0,0
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,1	(0,4)	1,4	(0,5)	2,2	0,3
FCO / Inversiones de Capital	4,5	1,5	2,0	1,1	2,0	1,0
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,9	5,2	4,0	0,8	0,7	1,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	3,0	1,5	0,7	0,6	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	2,9	1,4	0,5	0,4	0,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,4	4,9	3,5	0,7	0,6	0,9
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	3,4	4,9	3,5	0,5	0,4	0,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,7	6,3	7,2	5,0	5,7	3,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	12,8	17,1	17,5	10,1	40,8	29,2
<b>Balance</b>						
Total Activos	86.012	87.699	84.530	75.879	88.433	89.273
Caja e Inversiones Corrientes	686	331	413	1.142	1.217	610
Deuda Corto Plazo	2.469	3.888	1.930	548	1.827	1.834
Deuda Largo Plazo	16.812	18.794	9.096	4.850	2.655	4.436
Deuda Total	19.281	22.682	11.026	5.398	4.482	6.269
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	19.281	22.682	11.026	5.398	4.482	6.269
Deuda Fuera de Balance	14.300	15.000	15.700	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	33.581	37.682	26.726	5.398	4.482	6.269
Total Patrimonio	55.161	52.943	60.809	57.740	71.145	70.165
Total Capital Ajustado	88.742	90.625	87.535	63.137	75.628	76.434
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	7.336	5.914	6.075	6.208	5.701	5.551
Variación del Capital de Trabajo	392	(1.198)	(719)	(321)	427	97
Flujo de Caja Operativo (FCO)	7.728	4.717	5.356	5.887	6.128	5.648
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.719)	(3.091)	(2.723)	(5.294)	(3.054)	(5.782)
Dividendos	0	(5.427)	0	(2.411)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	6.009	(3.802)	2.633	(1.818)	3.073	(134)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	502	262	0	850	0	647
Otras Inversiones, Neto	427	(494)	0	8	0	0
Variación Neta de Deuda	(3.445)	11.252	5.396	873	(1.797)	(2.018)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(3.137)	(7.300)	(8.758)	12	(405)	(2.269)
Variación de Caja	355	(82)	(729)	(75)	871	(3.775)
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	30.648	31.140	30.617	28.976	30.156	29.359
Variación de Ventas (%)	(1,6)	1,7	5,7	(3,9)	2,7	4,2
EBIT Operativo	6.418	4.120	4.348	5.027	5.352	4.677
Intereses Financieros Brutos	1.375	1.401	587	249	304	234
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	2.641	486	3.070	3.867	980	2.949

## 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

### Obligación Negociable Serie I

Monto Autorizado:	USD 11 millones
Monto Emisión:	USD 11 millones
Moneda de Emisión:	Dólares
Fecha de Emisión:	11/03/17
Fecha de Vencimiento:	3/112029
Amortización de Capital:	6 cuotas anuales y consecutivas a partir del 7mo año
Intereses:	LIBOR 180 días + 4% con un máximo de 7,25% y un mínimo de 6% anual.
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestral
Destino de los fondos:	Distribución de dividendos a Zonamerica Ltd. por hasta USD 8,0 millones y el resto para inversiones del grupo.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	No se podrá realizar antes del 4to. año desde la fecha de emisión. Entre el 4to y 5to año se pagará el 2.5% del capital rescatado. Durante el 6to. año se pagará el 2%, el 7mo. año el 1.5% y a partir del 8vo. año el 1%.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	
Ratio de Endeudamiento Máximo:	• Para los primeros tres años Deuda / EBITDA <= 4.5x • A partir del 4to. año Deuda/EBITDA <= 4.0x
Cobertura de Intereses Mínima:	• EBTIDA/Servicio de Deuda >= 1.3x
Ratio Deuda Financiera/Activos:	• Deuda Financiera / Activos <= 50%
Dividendos:	• Solamente se podrán distribuir dividendos si se cumplen con los covenants después de haber realizado la distribución de dividendos.
Venta de activos restringido:	N/A
Restricciones de Endeudamiento:	• Deuda Financiera / Activos <= 50%
Limitación de Deuda Garantizada:	N/A
Pagos Restringidos:	N/A
Otros:	
Cross-Default:	Genera la cancelación anticipada a partir del default con otras deudas de la compañía a partir de U\$S 450.000 o su equivalente en otras monedas.
Cambio de Control:	generará una cancelación anticipada con un cambio de control igual o superior al 50%.
Restricciones CAPEX:	N/A
Caja Mínima:	N/A

## 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 31 de enero de 2020, 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.

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

#### Crterios 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 auditados anuales hasta el 30/09/2019.
- 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

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 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 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 [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). 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](http://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