

## Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor	BBB+(uy)
ON Tercera serie por US\$ 20 MM	BBB+(uy)
ON Serie A3 por US\$ 10 MM ampliables a US\$ 15 MM	BBB+(uy)
ON Serie A4 por US\$ 3 MM ampliables a US\$ 5 MM	BBB+(uy)
ON Serie A5 por US\$ 2MM ampliables a US\$ 4 MM	BBB+(uy)
ON Serie A6 por US\$ 5 MM Ampliables a US\$ 8 MM	BBB+(uy)

#### Perspectiva

Negativa

#### Resumen Financiero

En miles de US\$	30/06/17 6 meses	31/12/16 12 meses
Total Activos	160.437	152.815
Total Deuda Financiera	78.132	66.143
Ingresos	55.546	142.780
EBITDA	2.825	7.232
EBITDA (%)	5,1	5,1
Deuda/ EBITDA	13,4	9,0
EBITDA/ Intereses	1,7	2,1

#### 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)

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

#### Analistas

**Analista Principal**  
Mariano De Sousa  
Analista  
+54 11 5235 8141  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
Gabriela Curutchet  
Director Asociado  
+54 11 5235 8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
Cecilia Mingullon  
Director Senior  
+54 11 5235 8123  
[cecilia.mingullon@fixscr.com](mailto:cecilia.mingullon@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

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

**Moderado riesgo sectorial:** ISUSA se encuentra afectado por la volatilidad del sector agrícola impactando en los requerimientos de capital de trabajo. En el año 2016 el volumen de consumo de fertilizantes de Uruguay fue de 700 mil toneladas e ISUSA vendió 316 mil toneladas, lo que da un crecimiento de un 23% con respecto a 2015 explicado por la demanda de nuevos productos y servicios. La localización de plantas de celulosa generó un importante crecimiento en la demanda de ácido sulfúrico. Los precios también suelen ser volátiles dependiendo de la fluctuación del mercado internacional.

**Estrategia de mejora operativa y reducción de deuda financiera:** ISUSA implementó un plan para mejorar su rentabilidad, flujo y reducir su endeudamiento. El primer paso fue cambiar la materia prima, la eficientización de las compras (reducción de inventarios) y la venta de activos poco productivos: Esto le permitió reducir su endeudamiento nominal a US\$ 66 millones en diciembre de 2016 versus USD 94 millones en diciembre 2013. Los indicadores crediticios permanecen presionados (Diciembre'16 Deuda-neta/EBITDA 9x). Fix estima que a partir de 2018 el flujo de fondos libre resulte positivo después de inversiones por mantenimiento estimadas en aprox. USD 2.0 MM y el endeudamiento en cercano a 8.5x.

**Elevado apalancamiento:** A junio'17 la deuda financiera de ISUSA era de US\$ 78,1 millones (de los cuales US\$ 12,2 millones se encuentran garantizadas con inversiones corrientes) y el ratio de deuda neta/EBITDA de 13,4x, la compañía suele tener ratios más elevados a mitad de año debido a las necesidades de capital de trabajo. Las coberturas de intereses se mantienen en niveles adecuados (EBITDA/Intereses 1,7x). A junio'17 el 74,4% de la deuda era bancaria y el resto correspondía a Obligaciones negociables. Hacia adelante la compañía espera poder reducir la deuda por debajo de US\$ 60 millones para fin de año (deuda neta inversiones). FIX espera que el ratio Deuda Total /EBITDA se vaya reduciendo en el tiempo.

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

#### Sensibilidad de la calificación

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

#### Liquidez y estructura de capital

**Limitada liquidez:** A junio'17 la posición de liquidez de ISUSA era ajustada. La caja resultó en USD 2.24 millones que sumada a los inventarios de rápido realización por USD 21.25 MM alcanzan a cubrir el 59% la deuda financiera neta de inversiones corrientes de corto plazo (USD 36 millones). FIX espera que dado el amplio acceso al financiamiento de la compañía, la deuda de corto se logre refinanciar sin inconvenientes.

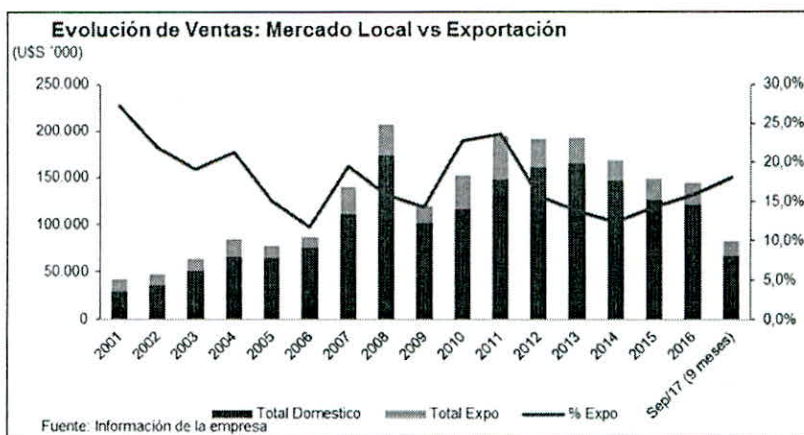
## Perfil del negocio

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 (Margen Bruto de -0,9% a junio'17) y productos químicos (37,6%), fungicidas cúpricos (producidos en su empresa controlada Fanaproqui S.A.) (9,7%) y servicios asociados a sus plantas de silos.

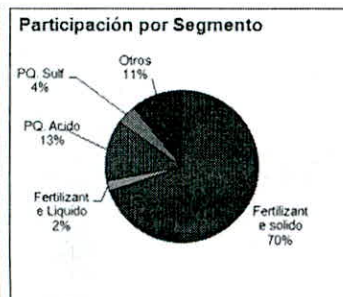
ISUSA cuenta con cinco plantas de producción en: Ciudad del Plata (San José), Nueva Palmira (Colonia), Agraciada (Soriano), Durazno (Durazno) y Nueva Palmira y además contrata servicios en Montevideo. También cuenta con plantas de silos en: Nueva Palmira (Colonia) y Melo (Cerro Largo) y un centro de 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 (84,3% a septiembre 2017) como el de exportación (15,7%).

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.



El siguiente cuadro muestra la rentabilidad por segmento a Junio'17

Division		2014	2015	2016	2017
Productos Químicos	ACIDO	36,89%	25,1%	39,1%	35,6%
	SULFA	33,22%	39,3%	38,6%	43,3%
	Otros	32,66%	25,2%	38,2%	38,6%
		<b>35,55%</b>	<b>27,4%</b>	<b>38,9%</b>	<b>37,6%</b>
Fertilizantes	LIQ	24,35%	13,0%	9,0%	31,4%
	SOLJ	9,91%	5,2%	3,2%	-1,9%
		<b>10,76%</b>	<b>5,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>-0,9%</b>
Fungicidas		13,56%	18,6%	22,6%	9,7%
<b>Total</b>		<b>16,83%</b>	<b>11,4%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,0%</b>

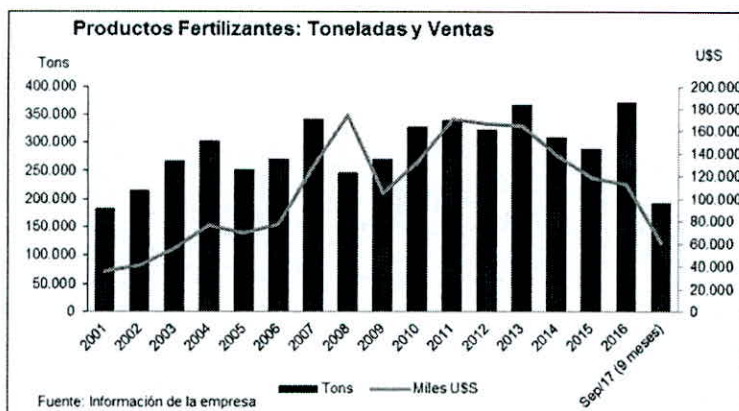


## Fertilizantes (71,1% de las ventas a Septiembre'17)

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 Septiembre de 2017 las ventas cayeron un 21,9% con respecto al mismo período del año anterior; la misma se explica por una caída en los volúmenes de ventas (-25,3%) debido a las malas condiciones climáticas (exceso de agua). Los precios continúan deprimidos; mostraron una leve recuperación (4,09%) pero acumula 5 años de caída de precios (39% desde 2012). Hacia adelante se espera una mejora en los volúmenes de ventas con márgenes ajustados por precios bajos y una alta competencia de importadores que poseen estructuras de costos más livianas.

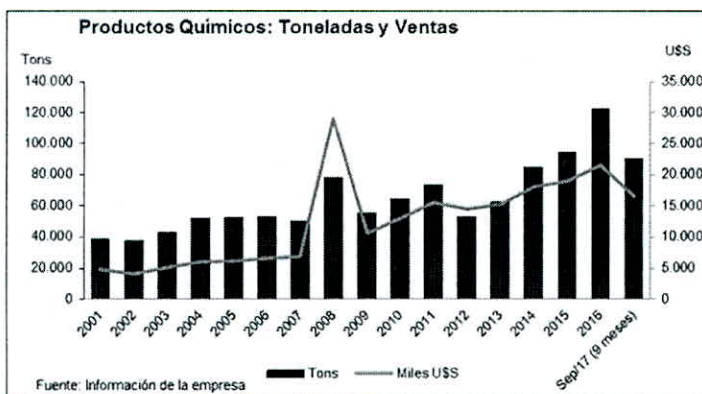


### Productos Químicos (18,7% de las ventas)

Dentro de este segmento de negocio, el principal producto es el ácido sulfúrico. 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 35% 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\$ 21.4 MM en 2016 de US\$ 15 MM en 2013.

A sep'17 el segmento tuvo un leve crecimiento del 2,9%, impulsado por el mercado local (13,1%) que supero a la caída en las exportaciones (-9,1%). Hacia adelante no se esperan incrementos de precios, por lo tanto el margen del segmento estará marcado por la eficientización de los costos.



### Plantas de Silos y otros servicios (9,6% 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.

## Estrategia

Ante un contexto de caída de precios, el management ha decidido implementar una estrategia de disminución de los costos, reducir el costo de materia primas buscando contratos con proveedores y eficientizar las compras a fin de reducir stock y evitar el descalce de los precios de compra con los de venta. Además, la compañía apunta a poder reducir su endeudamiento.

## 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 35,4%, Maccio del 25,4% Cuyler S.A. 10,5%, Agro servicios Pampeana 7,2% 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 se encuentran indexados en pesos.

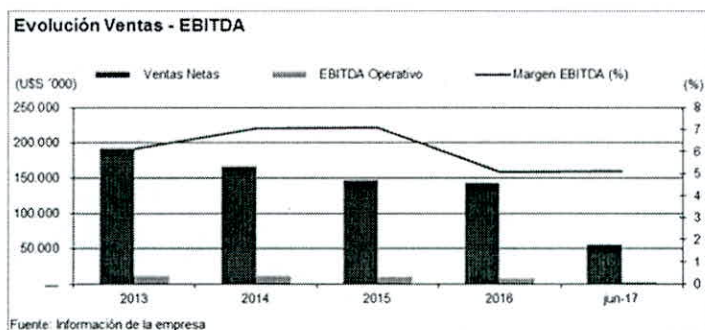
## Perfil Financiero

### Rentabilidad

A partir de 2012 los márgenes se vieron afectados debido a que el precio de la principal materia prima utilizada para la producción de fertilizantes (fosforita para super 20/22) sufrió un incremento de aumento aprox. US\$ 50 tn con respecto a la fosforita de menor calidad para super 18/20. La compañía no pudo transferir dicho incremento al precio de los productos y los márgenes del segmento fertilizantes se vieron deteriorados. Además, el peso de los costos de estructura y mano de obra se incrementaron debido al constante atraso cambiario.

El año 2017 no fue un buen año para la agricultura Uruguaya debido a las condiciones climatológicas (exceso de agua). A junio 2017 (seis meses) ISUSA generó ventas y EBITDA por US\$ 55,5 millones y US\$ 2,8 millones, respectivamente. El margen cerro en 5,1% versus el 7,5% del mismo periodo del año anterior, monto similar a las depreciaciones del periodo. Hacia adelante se espera que la compañía tenga márgenes entorno al 5,5%.

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



### Flujo de fondos

El flujo generado por las operaciones en los últimos 6 meses a junio'17 resultó en US\$ 0,6 MM. El flujo de caja operativo, por su parte, alcanzó los US\$ 2,5 MM, producto de la variación capital de trabajo positiva de US\$ 1,9 millones durante el período. ISUSA realizó inversiones en bienes de uso por US\$ 0,9 millones y pagó dividendos por US\$ 0,38 millones. Para 2018 se espera que la compañía solamente realice inversiones por mantenimiento (estimadas en US\$ 2.0 MM) y logre un flujo de fondos libre positivo.

### 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 junio'17, la deuda suele tener su pico anual debido a las necesidades de capital de trabajo, la deuda financiera de ISUSA era de US\$ 78,1 millones (de los cuales US\$ 12.2 millones están garantizados con inversiones corrientes) y el ratio de deuda neta/EBITDA de 13,4x (deuda neta de inversiones corrientes/EBITDA 11,6X). Las coberturas de intereses se mantienen en niveles adecuados (EBITDA/Intereses 1,7x). A junio'17 el 74,4% de la deuda era bancaria y el resto correspondía a Obligaciones negociables. A la misma fecha, la caja e inversiones liquidas alcanzaba los US\$ 2,2 MM, que en conjunto con inventarios de rápida realización por US\$ 21 MM cubrían el 44% la deuda financiera de corto plazo.

Hacia adelante la compañía espera poder reducir la deuda por debajo de US\$ 65 millones. FIX espera que el ratio Deuda Total /EBITDA se vaya reduciendo en el tiempo.

### 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 al 30 de junio '17 han sido estimados anualizando las cifras semestrales.

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

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

Tipo de Cambio Peso Uruguayo / US\$ al final del período	24,5	30,6	29,9	24,4	21,4
Cifras consolidadas	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	<u>jun-17</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
	6	12	12	12	12
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	2.825	7.232	10.368	11.770	11.766
EBITDAR Operativo	2.825	7.232	10.368	11.770	11.766
Margen de EBITDA	5,1	5,1	7,1	7,1	6,1
Margen de EBITDAR	5,1	5,1	7,1	7,1	6,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	3,0	6,9	7,1	9,6	7,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,1	8,2	5,9	(0,5)	9,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	0,0	1,9	3,4	2,8	4,1
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,4	1,4	2,2	3,2	2,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,7	2,1	2,2	2,5	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,4	0,4	0,1	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	0,5	0,4	0,1	0,7
FCO / Inversiones de Capital	2,6	5,9	2,2	0,9	3,8
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	17,5	14,1	7,5	6,1	8,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	13,8	9,1	7,5	7,9	8,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	13,4	9,0	7,4	7,8	7,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,5	4,7	5,6	5,0	4,8
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,5	0,4	0,6	0,4
<b>Balance</b>					
Total Activos	160.437	152.815	154.084	169.884	170.503
Caja e Inversiones Corrientes	2.245	1.037	663	1.470	4.806
Deuda Corto Plazo	48.302	31.632	30.777	52.757	36.989
Deuda Largo Plazo	29.831	34.511	46.723	40.384	57.938
Deuda Total	78.132	66.143	77.500	93.141	94.927
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	78.132	66.143	77.500	93.141	94.927
Total Patrimonio	68.420	68.790	68.135	66.341	65.143
Total Capital Ajustado	146.553	134.934	145.635	159.482	160.070
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	604	1.302	5.541	10.546	6.519
Variación del Capital de Trabajo	1.901	13.496	11.367	(6.299)	21.895
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.505	14.798	16.908	4.247	28.414
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(975)	(2.501)	(7.864)	(4.489)	(7.531)
Dividendos	(381)	(634)	(462)	(670)	(1.925)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.149	11.663	8.582	(912)	18.958
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	27	68	737	51	148
Otras Inversiones, Neto	0	0	6.000	0	0
Variación Neta de Deuda	32	(11.356)	(15.641)	(1.787)	(17.959)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	1.208	375	(322)	(2.648)	1.147
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	55.546	142.780	146.396	166.513	192.166
Variación de Ventas (%)	(5,7)	(2,5)	(12,1)	(13,3)	1,9
EBIT Operativo	69	1.885	5.181	7.720	8.024
Intereses Financieros Brutos	1.628	3.379	4.766	4.696	4.992
Alquileres					
Resultado Neto	11	1.274	2.275	1.849	2.671
(Deuda Neta - IRR)/EBITDA	9,7	7,0	5,3	4,9	5,6

## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Commodities: materias primas o productos primarios que puede ser comprados o vendidos al por mayor.

## Anexo III. Características del instrumento

### Obligaciones Negociables por US\$ 20 MM

#### Características de la Emisión

-Monto emisión: VN USD20.000.000.

-Moneda: dólares estadounidenses.

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

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

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

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

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

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

### Obligaciones Negociables Serie A3 por US\$ 10 MM ampliables a US\$ 15 MM

#### Características de la Emisión

-Monto Emisión: US\$ 10.0 MM ampliables a US\$ 15.0 MM

- Monto emitido: US\$ 15 MM

-Moneda: Dólares estadounidenses

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

-Vencimiento: a los 48 meses desde fecha de emisión, en junio de 2017.

-Amortización: 4 cuotas anuales y consecutivas equivalentes a: la primera al 27% del valor nominal, la segunda al 20% del valor nominal, la tercera al 33% del valor nominal, y la última cuota al 20% del valor nominal. La primera cuota de capital vencerá en junio de 2014 y cada cuota siguiente en junio de cada año subsiguiente.

-Intereses: 4%. Los intereses se pagarán semestralmente desde la fecha de emisión. El primer día de pago de intereses será el 20 de diciembre de 2013 y los subsiguientes en el mismo día de cada semestre subsiguiente. El interés será calculado en base a un año de 360 días y meses de 30 días.



## Obligaciones Negociables Serie A4 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM

### Características de la Emisión

- Monto emisión: US\$ 5.000.000
- 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.
- Amortización: en dos cuotas, la primera equivalente al 60% del valor nominal en diciembre de 2015, y la segunda, equivalente al 40%, en diciembre de 2017.
- Intereses: 4% lineal anual. Se pagarán semestralmente desde la fecha de emisión.

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

### Características de la Emisión

- Monto emisión: US\$ 4.000.000
- Moneda: dólares estadounidenses.
- Objeto de la emisión: Financiación de capital de trabajo diversificando la fuente de financiamiento.
- Vencimiento: 4 años de plazo desde la fecha de emisión, en julio de 2018.
- Amortización: El 100% se amortizará a vencimiento.
- Intereses: 4%. Se pagarán semestralmente desde la fecha de emisión.

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

### Características de la Emisión

- Monto Emisión: US\$ 8.0 millones
- Moneda: Dólares estadounidenses
- Objeto de la emisión: Financiación de capital de trabajo diversificando la fuente de financiamiento.
- Vencimiento: 4 años desde la fecha de emisión (Julio 2019).
- Amortización: en dos cuotas iguales, la primera será a los tres años de la fecha de emisión (Julio 2018) y la segunda al vencimiento (julio 2019).
- Intereses: 4% lineal anual, con pagos semestrales

## Acciones (calificación de Emisor)

Las acciones de ISUSA se encuentran 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 30 de noviembre de 2017, bajo de la **Categoría A(uy)** hasta la categoría **BBB+(uy)** a la calificación de Emisor y la de las obligaciones negociables emitidas por ISUSA:

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

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

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

#### Nota:

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

#### Criterios Relacionados

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

#### Fuentes

- Balance anual al 31/12/16, Balance al 30/06/2017 (6 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

*Scuato*  
 FIX SCR URUGUAY  
 CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY  
 CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A ([www.fixscr.com](http://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 autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación 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.

