

## INFORME DE CALIFICACIÓN

21 de noviembre de 2023

[Informe de revisión completo](#)

### CALIFICACIONES ACTUALES (\*)

Calificación de emisor en moneda local A-.uy/EST

Calificación de emisor en moneda extranjera A-.uy/EST

Calificación de acciones 3.uy

(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A.

Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección Información complementaria, al final de este reporte.

### CONTACTOS

José Antonio Molino +54.11.5129.2613  
Associate Director – Credit Analyst ML  
[lose.molino@moodys.com](mailto:lose.molino@moodys.com)

### SERVICIO AL CLIENTE

Argentina / Uruguay +54.11.5129.2600

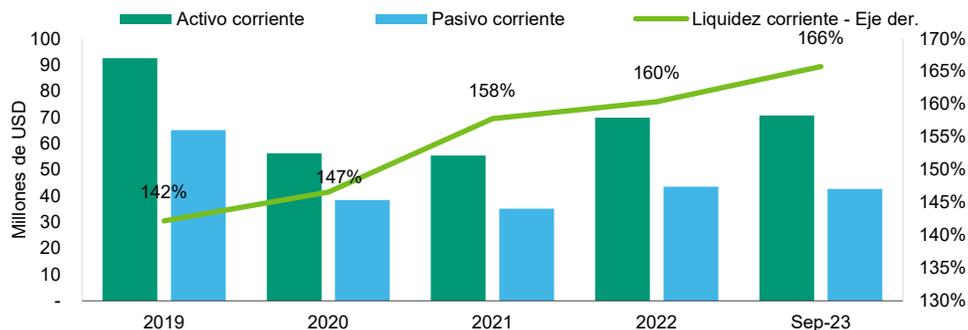
## Industria Sulfúrica S.A.

	Sep-2023 (Últ. 12 meses)	9M 2023 <sup>(5)</sup>	2022	2021	2020
<b>Indicadores *</b>					
EBITDA <sup>(1)</sup> / Ventas netas	1,2%	3,5%	10,5%	16,2%	15,1%
EBIT <sup>(2)</sup> / Ventas netas	-1,1%	1,1%	8,7%	13,5%	10,3%
Deuda / EBITDA <sup>(1)</sup>	25,0x	9,2x	1,6x	1,1x	2,3x
CFO <sup>(3)</sup> / Deuda	24,8x	9,2x	1,6x	1,0x	2,2x
EBITDA <sup>(1)</sup> / Gastos financieros <sup>(4)</sup>	1,0%	-0,5%	15,5%	57,0%	11,8%
EBIT <sup>(2)</sup> / Gastos financieros <sup>(4)</sup>	0,8x	2,2x	15,3x	13,4x	6,9x
Activo corriente / Pasivo corriente	165,7%	165,7%	193,0%	160,4%	157,8%
<b>Millones de USD</b>					
Ventas netas	140,8	97,3	179,3	145,5	95,8
Deuda	42,0	42,0	30,3	24,7	33,1
CFO <sup>(3)</sup>	0,4	-0,2	4,7	14,1	3,9
Patrimonio neto	76,2	76,2	84,3	73,1	61,4

<sup>(1)</sup> EBITDA es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización; <sup>(2)</sup> EBIT es la utilidad antes de intereses e impuestos; <sup>(3)</sup> CFO es el flujo de efectivo operativo; <sup>(4)</sup> Contempla gastos de intereses, se utiliza gastos financieros totales cuando la compañía no reporta el detalle; <sup>(5)</sup> Indicadores anualizados; <sup>(\*)</sup> Los ejercicios anuales finalizan el 31 de diciembre de cada año.

Industria Sulfúrica S.A. ("ISUSA") es una empresa dedicada a la fabricación y venta de fertilizantes y productos químicos que inició sus actividades en 1951. Es el principal fabricante de ácido sulfúrico y fertilizantes en Uruguay. En 2019 ISUSA implementó una reestructuración operativa que le permitió ganar eficiencia en su estructura de costos, mejorar sus márgenes de rentabilidad y recuperar competitividad.

FIGURA 1: Liquidez



Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros de ISUSA

## Resumen

Moody's Local AR ("Moody's Local Uruguay") afirma la calificación de emisor en moneda local de largo plazo y la calificación en moneda extranjera de largo plazo de Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA) en A-.uy. La perspectiva de las calificaciones es estable. Al mismo tiempo, afirma la calificación de acciones en 3.uv.

Las calificaciones de ISUSA se encuentran respaldadas por su amplia trayectoria en el mercado uruguayo, su sólida posición competitiva y su elevada flexibilidad financiera demostrada por un amplio historial de emisión de deuda en el mercado de capitales local. Asimismo, las calificaciones incorporan la alta exposición a la volatilidad de los precios internacionales de los insumos y a riesgo climático propias del sector agropecuario y las ajustadas métricas de liquidez medidas en términos de caja a deuda de corto plazo.

ISUSA es la única productora de ácido sulfúrico y superfosfato de calcio en Uruguay y se posiciona en el segundo puesto en el segmento de fertilizantes y fungicidas. Por otra parte, los márgenes de rentabilidad y la generación de fondos de la compañía se encuentran sujetas a una elevada volatilidad, principalmente en el segmento de fertilizantes, debido a su alta exposición a variaciones de los precios internacionales de los *commodities* y a los riesgos climáticos.

Durante los primeros nueve meses de 2023, los principales indicadores crediticios de ISUSA se vieron deteriorados como consecuencia de la caída de los precios locales e internacionales que afectaron fuertemente el segmento de fertilizantes, sumado a la apreciación del peso uruguayo que impactó en los costos de la compañía. El margen de rentabilidad en términos de EBITDA de ISUSA para el período de doce meses finalizado en septiembre de 2023 se ubicó en 1,2%, desde 10,5% en 2022. Hacia adelante, esperamos que ISUSA presente márgenes de rentabilidad en torno al 5%-10%, en línea con la normalización de los precios a nivel internacional.

Consideramos que a septiembre de 2023, ISUSA posee un nivel de endeudamiento elevado medido en términos de EBITDA. Las métricas de apalancamiento de la compañía se vieron fuertemente deterioradas por el impacto de la sequía, la caída en los precios registrados y por el hecho de que ISUSA incrementó la deuda financiera principalmente para hacer frente a necesidades de capital de trabajo. Para fines de 2023 esperamos que la compañía reduzca su deuda financiera a niveles en torno a USD 30-35 millones (desde USD 42 millones en septiembre de 2023) que, sumado a mejoras en la rentabilidad, permitirá reducir sus métricas de apalancamiento.

La posición de liquidez de ISUSA es acotada, reflejado en índices de cobertura financiera de corto plazo débiles, aunque mitigado por ratios de liquidez corriente elevados. Por la propia naturaleza de la actividad, la estacionalidad es un determinante importante de la demanda de los clientes y genera volatilidad en el balance de efectivo, la liquidez y la posición de capital de trabajo de la compañía. Sin embargo, consideramos que la compañía posee una adecuada flexibilidad financiera y fuentes de financiamiento diversificadas, con un demostrado acceso al mercado de capitales local y a líneas de crédito bancarias, lo que le permite hacer frente a la fuerte estacionalidad en su capital de trabajo.

## Fortalezas crediticias

- » Sólida posición competitiva en el segmento de fertilizantes y productos químicos, posicionándose como único productor de ácido sulfúrico y superfosfato de calcio de Uruguay
- » Buena flexibilidad financiera demostrada por el historial de acceso a mercado de capitales local y de crédito bancario

## Debilidades crediticias

- » Elevada volatilidad en su generación de fondos debido a su exposición a variaciones de los precios internacionales de los *commodities* y fertilizantes



- » Exposición a riesgos climáticos que pueden impactar principalmente en la rentabilidad del segmento de fertilizantes
- » Exposición a mayores regulaciones en materia laboral y medioambiental, lo que implica competir en condiciones asimétricas
- » Indicadores de liquidez moderados, aunque mitigado por la buena flexibilidad financiera de la compañía

## Descripción del emisor

Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA) es una empresa dedicada a la fabricación y venta de fertilizantes y productos químicos que inició sus actividades en 1951 y se encuentra radicada en San José, Uruguay. ISUSA es el principal fabricante de ácido sulfúrico y fertilizantes en Uruguay y, además, brinda servicios de asesoramiento agronómico a sus clientes con el fin de que puedan elegir el producto adecuado según las necesidades de cada cultivo y las características del suelo.

En 1997 ISUSA adquirió la totalidad del paquete accionario de la empresa Fanaproqui S.A., a través de la cual comercializa fungicidas y fertilizantes foliares para la agricultura. Al mismo tiempo, la compañía posee filiales en Paraguay y Brasil, lo que favorece la actividad de exportación y asegura una relación más personalizada con los clientes externos.

ISUSA cuenta con cuatro plantas productivas ubicadas en puntos estratégicos del país: Ciudad del Plata (San José), Nueva Palmira (Colonia), Agraciada (Soriano) y Melo (Cerro Largo).

## Estructura y organización

El capital social de ISUSA está formado por 1.000.000.000 acciones escriturales de valor UYU 1, cada una da derecho a un voto, y están inscriptas en su totalidad en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay, en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA). ISUSA solo tiene la obligación de informar los accionistas que poseen más del 10% del capital integrado de la compañía. A la fecha del presente, el único accionista que supera dicho umbral es Fundación Williams, con el 37,17% de participación.

El Directorio de ISUSA está compuesto actualmente por siete directores titulares, los cuales tienen mandato por un período de dos ejercicios con posibilidad de reelección. Además, cuenta con un Comité de Auditoría y Vigilancia que asesora y controla las operaciones del Directorio. Desde 2020, la auditoría externa está a cargo de RSM Uruguay S.A.

Por otro lado, la participación de ISUSA en las sociedades controladas al 30 de septiembre de 2023 era la siguiente:

Sociedad controlada	Actividad principal	País	% de participación (directa e indirecta) en el capital
Fanaproqui S.A.	Fabricación y venta de productos químicos para uso agrícola	Uruguay	100%
ISUSA Paraguay S.A. <sup>(1)</sup>	Comercialización de fertilizantes y productos químicos	Paraguay	100%
Industria Sulfúrica S/A DO BRASIL <sup>(2)</sup>	Comercialización de fertilizantes y productos químicos	Brasil	100%

<sup>(1)</sup> ISUSA es titular del 80% del capital de forma directa y 20% de forma indirecta (a través de la participación de Fanaproqui S.A.);

<sup>(2)</sup> Industria Sulfúrica S/A DO BRASIL no presenta operaciones a la fecha dado que su inscripción se encuentra en proceso.

## Análisis de los factores estándares de calificación

### Estabilidad del sector

El sector agrícola se caracteriza por estar expuesto a las condiciones climáticas de cada región, que puede afectar el rinde de la cosecha y la generación de fondos de las compañías. Asimismo, el sector se encuentra expuesto al riesgo de la volatilidad en el

precio de los *commodities*<sup>1</sup> y a las variaciones del tipo de cambio que podría impactar en la competitividad y rentabilidad de las compañías comercializadoras de fertilizantes y agroquímicos.

La pandemia por coronavirus en 2020 y 2021 no provocó un fuerte impacto en las actividades agropecuarias y de los sectores industriales en Uruguay. Por el contrario, el aumento en los precios de los *commodities* agropecuarios desde finales de 2020 continuaron durante 2021, y esto produjo un incremento en la demanda de fertilizantes. Al mismo tiempo se registró un incremento en la demanda de ácido sulfúrico a nivel regional mientras los precios de los fertilizantes y otros insumos industriales también aumentaron.

Las campañas de 2022/23 evidenciaron una disminución en la demanda de fertilizantes como consecuencia de la sequía que impactó en el sector mientras que los precios internacionales disminuyeron y ya se encuentran en niveles normalizados. Hacia adelante, esperamos que el precio de los principales *commodities* agrícolas se mantendrán estables.

La industria de fertilizantes a nivel regional (Mercosur) no cuenta con protecciones arancelarias, por lo que ISUSA compite con productos que en ocasiones se encuentran subsidiados, que utilizan insumos a costo cero o que provienen de países con menores regulaciones en materia ambiental y laboral. Asimismo, la compañía compite en condiciones asimétricas respecto de otras empresas importadoras que operan con mayor flexibilidad en términos regulatorios o que no cuentan con inversiones en el país. Consideramos que estas características, sumado a que los precios en el mercado local y externo se fijan a nivel internacional, pueden desencadenar en pérdida de competitividad para la industria nacional.

En cuanto a la industria química, consideramos que el impacto de los riesgos de volatilidad en la demanda y en los precios se encuentra atenuado, dado que estos tipos de productos no se usan sólo para la elaboración de fertilizantes, sino que son utilizados por múltiples industrias.

El ácido sulfúrico, uno de los principales productos químicos comercializados por ISUSA, se utiliza en la elaboración de fertilizantes, en la potabilización y tratamiento del agua, como insumo para baterías de la industria automotriz, en la elaboración de medicamentos farmacéuticos, en el tratamiento de metales, en la fabricación de papel y de productos textiles, entre otros.

## Escala

Consideramos que ISUSA mantiene una importante escala operativa, respaldada por sus cuatro plantas productivas ubicadas en Ciudad del Plata (San José), Nueva Palmira (Colonia), Agraciada (Soriano) y Melo (Cerro Largo), cuya distribución estratégica permite a la compañía mantener un relacionamiento más estrecho con los clientes y brinda mayor flexibilidad para atender las demandas del sector productivo local. Las plantas cuentan con una capacidad de producción mayor a 360.000 toneladas métricas por año y una capacidad de almacenamiento superior a 400.000 toneladas métricas por año. Consideramos que ISUSA enfrenta un riesgo operacional bajo dado que, a excepción del sulfato de aluminio sólido, la compañía tiene la posibilidad de fabricar todos sus productos en al menos dos de sus cuatro plantas. Para el período de doce meses finalizado en septiembre de 2023, ISUSA reportó ventas por USD 141 millones, un 21% inferiores a las reportadas en 2022 (USD 179 millones)

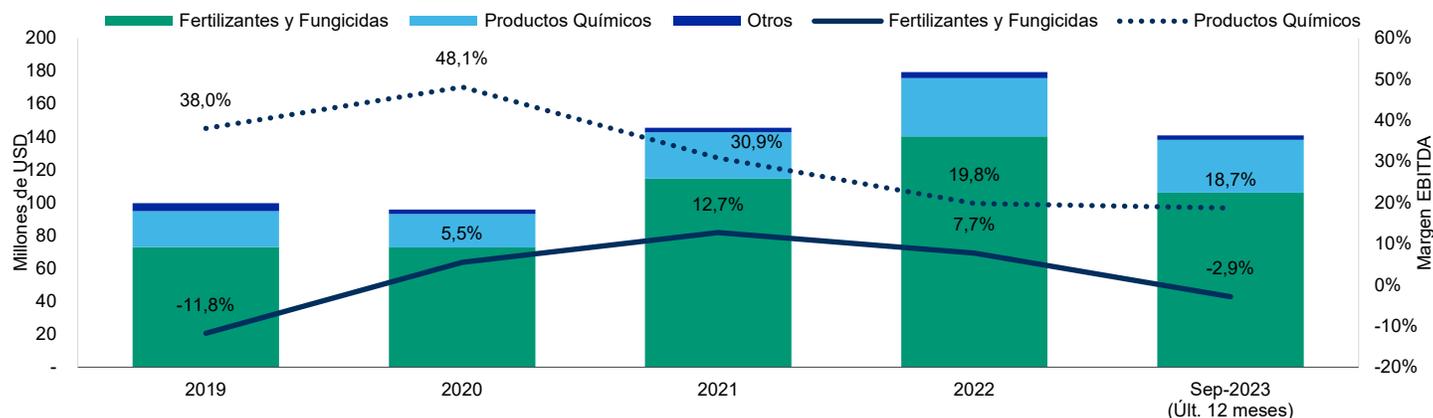
En 2019 la compañía implementó una reestructuración operativa que le permitió recuperar competitividad en todas sus líneas de negocios y mantener la actividad productiva. Sus operaciones se rigen por las normativas de la industria química, por lo que debe afrontar mayores costos en materia laboral y cumplir con exigencias medioambientales distintas a sus competidores (importadores netos). La compañía redujo el personal de 450 a 320 empleados, disminuyó salarios en un 20% y mejoró su política de cobranzas, lo que le permitió ganar eficiencia en la estructura de costos.

---

<sup>1</sup> Productos o bienes transables con alto nivel de homogeneidad



FIGURA 2: Evolución ventas (en USD) y Margen EBITDA por segmento



Fuente: Moody's Local Uruguay según información provista por ISUSA

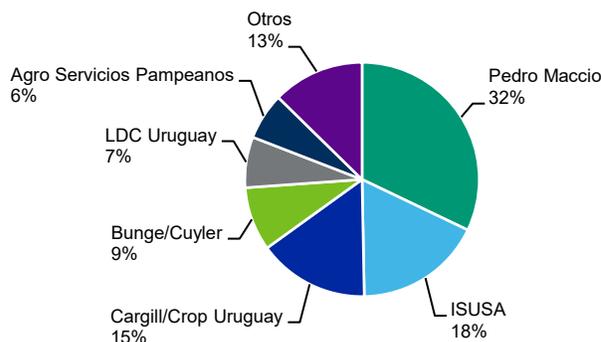
**Perfil de negocios**  
**Posición Competitiva**

Consideramos que ISUSA posee una sólida posición competitiva en la industria química en Uruguay. ISUSA es el único productor de ácido sulfúrico y superfosfato de calcio del país mientras que el resto de los fertilizantes y productos químicos los fabrica a partir de mezclas o los importa. Los principales competidores de la compañía son importadores y distribuidores, tales como Pedro Maccio y Cia., Cargill Uruguay, LDC Uruguay y Bunge/Cuyler Uruguay.

En línea con la reestructuración implementada en 2019, el volumen de ventas se redujo y la compañía readecuó el nivel de compra de inventarios para mitigar el riesgo de volatilidad en el precio de las materias primas y los fertilizantes y, adicionalmente, realizó cambios en las políticas de créditos por ventas, lo que le permitió recuperar competitividad en el sector. ISUSA fue líder en el segmento de fertilizantes hasta 2019 mientras que actualmente se posiciona en el segundo puesto (con aproximadamente el 18% de la participación de mercado para 2023) y produce entre el 70% y 80% del superfosfato de calcio que se consume internamente en el país. En el segmento de productos químicos, ISUSA es el único fabricante de ácido sulfúrico y se beneficia de una ventaja competitiva natural en la fabricación de este producto, derivada de elevados costos de flete que enfrentan los importadores.

Fanaproqui S.A., compañía controlada por ISUSA, es líder local en los segmentos de fungicidas cúpricos y fertilizantes foliares para la agricultura, un mercado atomizado con fuerte presencia de productos importados de distintos orígenes. Por su parte, a partir de la constitución de ISUSA Paraguay S.A., la estrategia de la compañía es continuar profundizando y consolidando la participación en el mercado paraguayo.

FIGURA 3: Participación de mercado (según importaciones a octubre 2023)



Fuente: Moody's Local Uruguay según información provista por ISUSA (en base a información sobre importaciones)



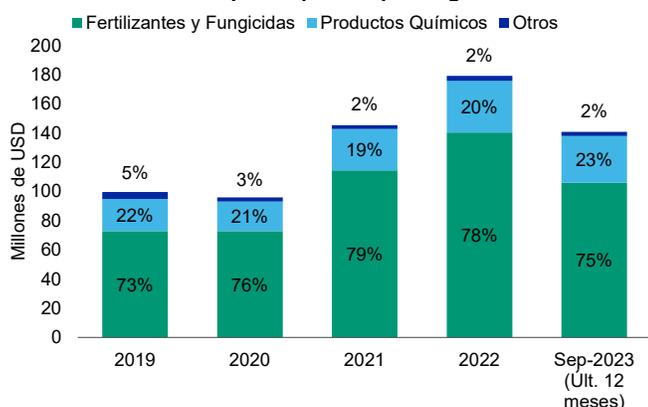
## Diversificación de negocios

En nuestra opinión, ISUSA presenta una adecuada diversificación de productos y servicios. Las principales líneas de negocio de la compañía son:

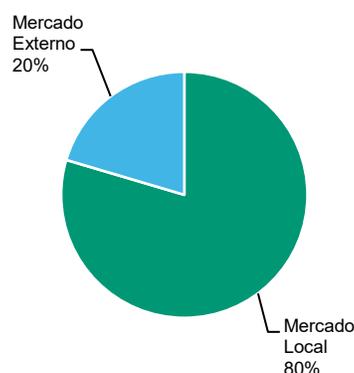
- » **Fertilizantes:** incluye la producción y comercialización de fórmulas de fertilizantes sólidos y líquidos (superfosfato de calcio, cloruro de potasio, urea, potasio, magnesio, zinc, entre otros).
- » **Productos químicos y fitosanitarios:** incluye la fabricación y comercialización de diversas sustancias químicas (ácido sulfúrico, azufre, sulfato de aluminio, sulfato de cobre, etc.).
- » **Servicios:** incluye los servicios de aplicación de fertilizantes, almacenamiento en silos, depósito y traslado de granos y análisis de suelos y formulación de fertilizantes en función de las necesidades de los cultivos.

Entre los principales productos comercializados por la compañía se encuentran el superfosfato de calcio (que representó alrededor del 21% de las ventas a octubre de 2023) y el ácido sulfúrico (16%). Históricamente, entre el 80% y 85% de los ingresos de la compañía provienen de las ventas al mercado interno mientras que el resto se comercializa en zonas francas y se exporta a países de la región como Brasil, Paraguay, Bolivia y Argentina. Para los próximos años, esperamos que la proporción de ingresos provenientes del mercado externo aumente levemente debido al mayor volumen de ácido sulfúrico, alrededor de 19.000 toneladas adicionales, que será destinado a abastecer la demanda incremental por la nueva papelera de UPM.

**FIGURA 4: Evolución participación por segmento**



**FIGURA 5: Ventas por mercado – 9M 2023**

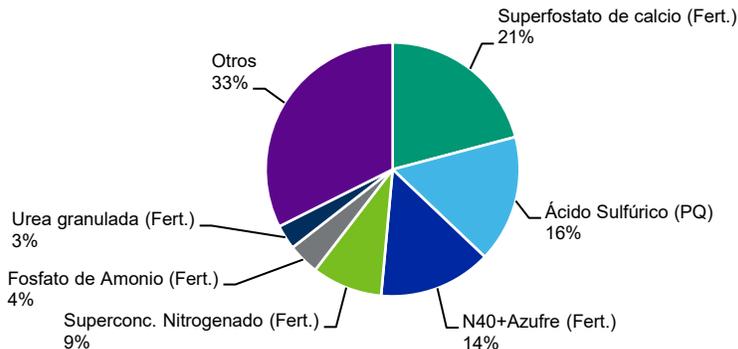


Fuente: Moody's Local Uruguay según estados contables de ISUSA

ISUSA presenta una amplia y diversificada cartera de clientes que incluye cerca de 1.000 clientes activos. Si bien los primeros 10 clientes representaron el 48,5% de las ventas de la compañía a octubre de 2023, sólo dos clientes representaron más del 5% de las ventas. En el segmento de productos químicos, la compañía abastece clientes del sector público (plantas de tratamiento de aguas, generación de energía eléctrica y refinación de combustibles) y del sector industrial (plantas de celulosa, industria farmacéutica, entre otros).

En cuanto a los proveedores, las materias primas y los productos terminados son abastecidos directamente del exterior. El fósforo para producir superfosfato de calcio se obtiene de África y Perú, el azufre es comprado a Rusia o Europa del Este mientras que de Brasil se importa hidróxido de aluminio para producir el sulfato. Consideramos que la alta dependencia de proveedores y materia prima proveniente del exterior expone a ISUSA a variabilidad en sus márgenes, ya que una suba de costos podría impactar negativamente en la rentabilidad de la compañía.

FIGURA 6: Participación productos en ventas – Enero-October 2023



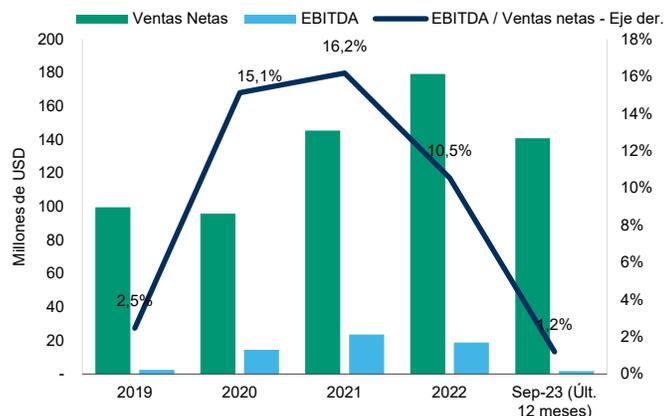
Fuente: Moody's Local Uruguay según información provista por ISUSA

### Rentabilidad y eficiencia

Para el período de doce meses finalizado en septiembre de 2023 ISUSA reportó ventas por USD 141 millones mientras que el margen EBITDA se ubicó en 1,2%, desde 10,5% a diciembre de 2022, explicado principalmente por la disminución en los precios del segmento de fertilizantes cercana a 40% que impactó en los niveles de ventas y EBITDA de la compañía. Hacia adelante, esperamos que ISUSA presentará márgenes de rentabilidad en torno al 5%-10%, en línea con la normalización de los precios a nivel internacional.

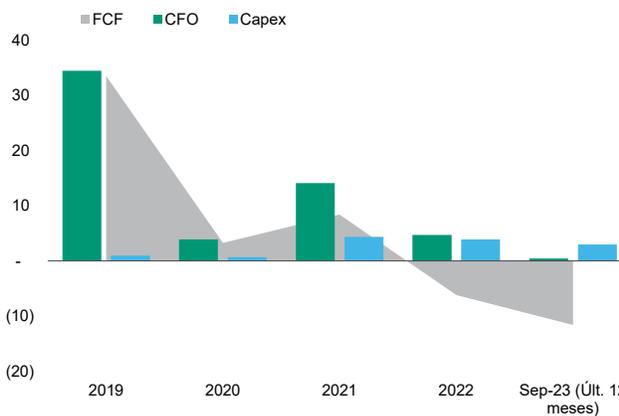
En el segmento de fertilizantes, ISUSA presenta estacionalidad en sus ventas, determinada por el ciclo biológico de los cultivos y el clima, aunque mitigado parcialmente por una mayor estabilidad en las ventas del segmento de productos químicos. Para los primeros nueve meses de 2023, en el segmento de fertilizantes la compañía reportó un resultado bruto negativo por USD 1,3 millones y un margen bruto de -1,8%, que se vio compensado por un resultado bruto de USD 9,5 millones y un margen bruto de 39,7% correspondiente al segmento de productos químicos.

FIGURA 7: Margen EBITDA



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados contables de ISUSA

FIGURA 8: Flujo de Fondos

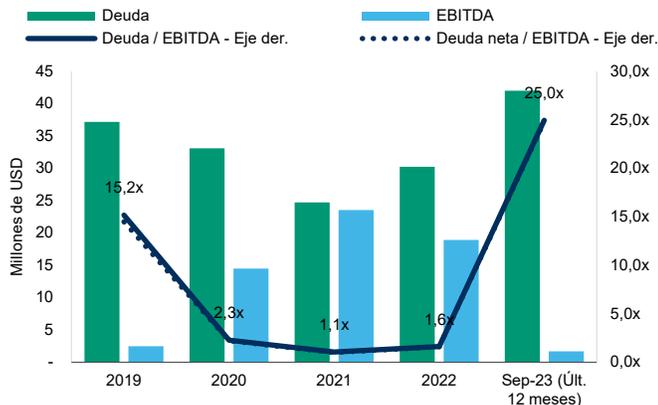


### Apalancamiento y cobertura

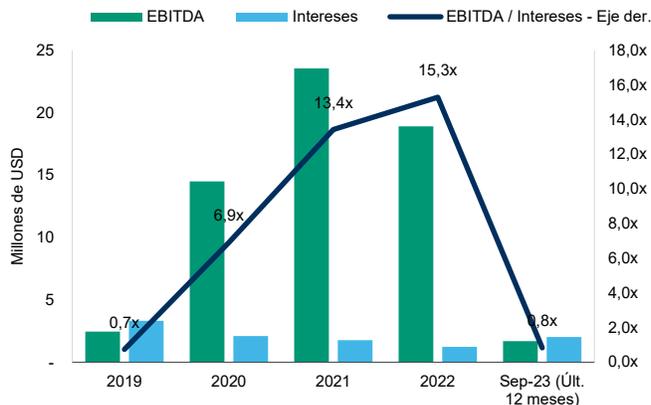
Consideramos que a septiembre de 2023 ISUSA posee un nivel de endeudamiento elevado medido en términos de EBITDA. Las métricas de apalancamiento de la compañía se vieron fuertemente deterioradas por el impacto de la sequía y la caída en los precios que impactó en la rentabilidad de la compañía y por el hecho de que ISUSA incrementó la deuda financiera principalmente

para hacer frente a necesidades de capital de trabajo. Hacia adelante, esperamos que la compañía reduzca su deuda financiera a niveles en torno a USD 30-35 millones (desde USD 42 millones en septiembre de 2023) a través de flujo de fondos propios y provenientes del adelanto de clientes por descuentos otorgados. Esto, sumado a mejoras en la rentabilidad, permitirá reducir sus métricas de apalancamiento.

**FIGURA 9: Apalancamiento**



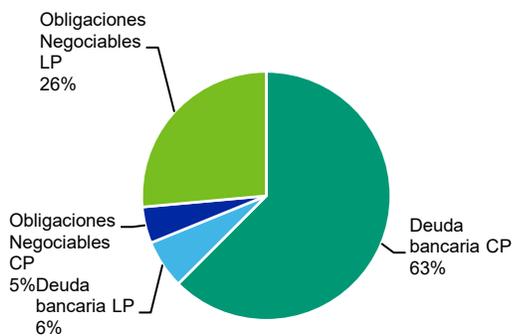
**FIGURA 10: Cobertura**



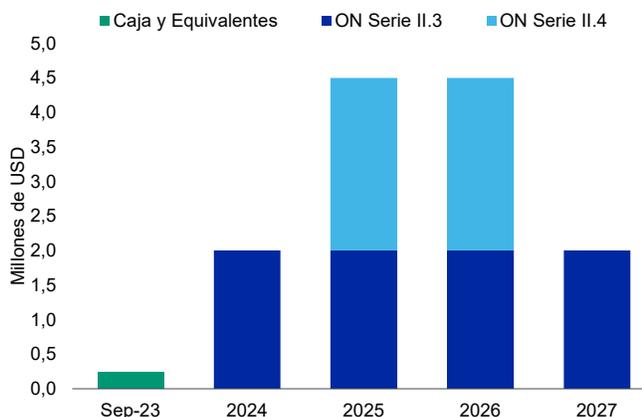
Fuente: Moody's Local Uruguay según estados contables de ISUSA

A septiembre de 2023 la deuda financiera de ISUSA se encontraba denominada en su totalidad en dólares estadounidenses y estaba compuesta por préstamos bancarios en un 69% y Obligaciones Negociables (ON) en un 31%. ISUSA posee dos series de ON vigentes. La ON Serie II.3 fue emitida en junio de 2022 por un valor de USD 8 millones y vencimiento en junio de 2027, devenga intereses de forma trimestral a una tasa fija de 5,00% y amortizará capital en 4 cuotas anuales iguales y consecutivas a partir de junio de 2024. En junio de 2023 la compañía emitió la ON Serie II.4 por un valor de USD 5 millones y vencimiento en septiembre de 2026, devenga intereses de forma semestral a una tasa fija de 6,00% y amortizará capital en 2 cuotas anuales iguales y consecutivas a partir de septiembre de 2025.

**FIGURA 11: Deuda por instrumento – Sep-23**



**FIGURA 12: Perfil de vencimientos (ONs)**



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados contables e información provista por ISUSA

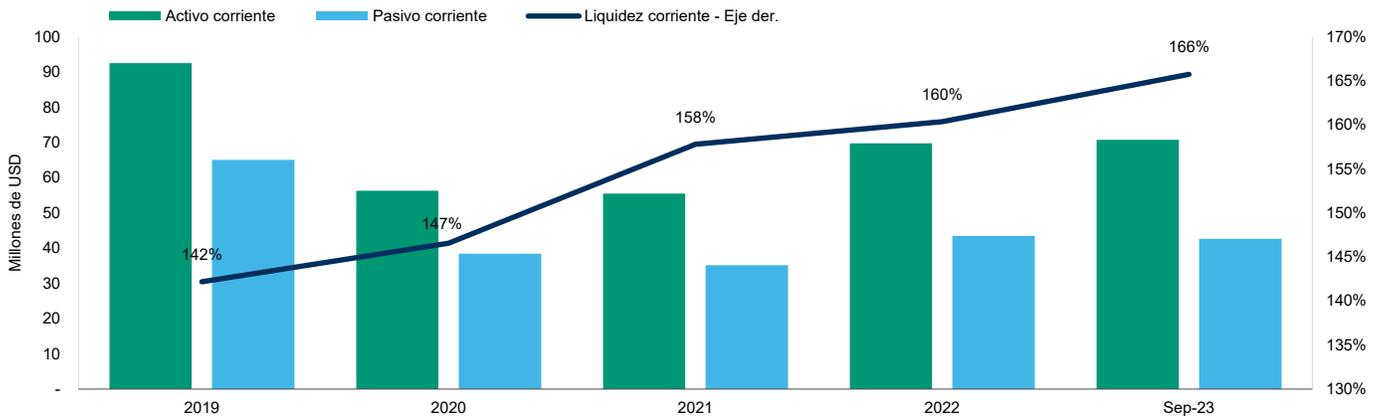
**Política financiera**

Consideramos que la posición de liquidez de ISUSA es acotada, reflejado en índices de cobertura financiera de corto plazo débiles,. Por la propia naturaleza de la actividad, la estacionalidad es un determinante importante de la demanda de los clientes y genera



volatilidad en el balance de efectivo, la liquidez y la posición de capital de trabajo de la compañía. Sin embargo, consideramos que la compañía posee una adecuada flexibilidad financiera y fuentes de financiamiento diversificadas, con un demostrado acceso al mercado de capitales local y a líneas de crédito bancarias, lo que le permite hacer frente a la fuerte estacionalidad en su capital de trabajo. A septiembre de 2023, ISUSA tiene líneas de crédito bancarias utilizadas por un total de USD 28,9 millones con los siguientes bancos: Banco de la República Oriental del Uruguay, Itaú, BBVA, Santander, Heritage y Banco de la Nación Argentina.

**FIGURA 13: Liquidez Corriente**



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados contables de ISUSA

### Política de dividendos

ISUSA distribuye dividendos en forma recurrente. En 2019 y 2020 los pagos fueron suspendidos, en línea con el contexto económico general y las dificultades financieras de la compañía. ISUSA aplica una política de distribución de utilidades aprobada en Asamblea Ordinaria de Accionistas, basada en la coordinación de las decisiones de inversión, de financiamiento y de dividendos, la cual ha permitido retribuir a los accionistas y reinvertir utilidades mediante la creación de reservas. A septiembre de 2023 la compañía distribuyó utilidades por USD 9 millones.

## Otras consideraciones

### Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo

#### Sociales

Las industrias relacionadas con el sector agrícola tienen riesgos sociales moderados, ya que la mayoría de los factores de riesgo son manejables o tienen implicancias limitadas para la calidad crediticia de un emisor en particular. La exposición a factores de riesgo social varía por región (Estados Unidos y Europa versus países en desarrollo) siendo cada vez más importantes en los países desarrollados, y más bajos en los países en desarrollo. Las tendencias seculares que afectan a ambos incluyen el crecimiento de la población mundial y los niveles crecientes de producción de alimentos, lo que beneficia a las industrias de agricultura y pesca. Es probable que las economías en desarrollo y los mercados emergentes continúen creciendo relativamente rápido, respaldados por el aumento de la urbanización, la fuerza laboral y los ingresos.

ISUSA sigue políticas de Responsabilidad Social y Trabajo con la Comunidad para fortalecer los vínculos y promover el desarrollo de las sociedades donde opera. La compañía suele realizar actividades recreativas y educativas que abordan distintas problemáticas sociales. La compañía acostumbra a participar de jornadas de formación en educación ambiental y capacitaciones relacionadas con la actividad. Al mismo tiempo, ISUSA forma parte de la Asociación de Industrias Químicas del Uruguay (ASIQUR) que tiene como objetivo promover el desarrollo sostenible en la industria química y la ampliación de la producción y de la competitividad, incentivando el cuidado del medioambiente y el bienestar de la sociedad uruguaya.

#### Ambientales

Los cambios en las regulaciones ambientales pueden aumentar los costos de producción para las compañías relacionadas con el sector agrícola. En los mercados desarrollados, se observa un aumento del enfoque del consumidor en la salud y el bienestar junto con la sostenibilidad y las preocupaciones ambientales. El riesgo para las compañías de agricultura puede ser mayor en los países en desarrollo debido a los métodos agrícolas insostenibles, incluida la deforestación, que resultan en factores negativos como la sobreproducción a corto plazo, la contaminación del aire y del agua, la erosión del suelo, las condiciones climáticas volátiles y una mayor regulación. Moody's Local Uruguay considera que la industria de la agricultura tiene un riesgo ambiental moderado, con una demanda inelástica de ingredientes alimentarios que mitiga los riesgos.

ISUSA se adhirió al "Programa de Cuidado Responsable del Medio Ambiente" impulsado por ASIQUR en el año 1998, el cual se compone de diversos principios básicos, códigos de prácticas de administración, auto-evaluaciones periódicas y sistemas de auditorías. A través de proyectos de investigación y desarrollo, la compañía busca mejorar la eficacia de los productos para disminuir y controlar el impacto en el medio ambiente. Asimismo, ISUSA gestiona los residuos generados de forma sostenible y monitorea las emisiones de gases de sus operaciones de forma constante.

#### Gobierno corporativo

A diferencia de los riesgos ambientales y sociales, que pueden estar impulsados por factores externos, como regulaciones o cambios demográficos, los riesgos de gobierno corporativo dependen en gran medida de los emisores. El gobierno corporativo es muy relevante para todas las compañías y es importante para los tenedores de bonos porque las debilidades del gobierno pueden conducir a un deterioro en la calidad crediticia de una compañía. Cuando la calidad crediticia se deteriora debido a un mal gobierno corporativo, como una falla en los controles que resulta en una mala conducta financiera, puede tomar mucho tiempo recuperarse. La independencia del Directorio también puede ser una preocupación. Moody's Local Uruguay considera que ISUSA presenta un adecuado gobierno corporativo.



## Calificaciones de acciones de empresas no financieras

### Capacidad para generar utilidades

Dada la calificación asignada al emisor de A-.uy, la capacidad de generación de ganancias se califica como alta.

### Liquidez de mercado

El mercado accionario uruguayo es de liquidez baja y no existen indicios de la existencia de una mayor liquidez, volumen de operaciones o transacciones en el corto a mediano plazo.

La acción de la compañía comenzó a operarse en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de Montevideo en 2006. El mercado presenta características de poca liquidez y bajo volumen de operaciones para títulos accionarios de empresas privadas.

Entre el 1 de enero de 2020 y el 31 de octubre de 2023 se transaron acciones de ISUSA por un monto efectivo de USD 103.178. Para el mismo período considerado, la cotización de la acción osciló entre USD 1,25 y USD 3,1 por cada UYU 100 de acciones nominales, alcanzando un máximo en octubre de 2023. La acción de ISUSA fue negociada en menos del 1,5% de los días en los que operó el mercado uruguayo en dicho período.

En base a lo expuesto, la liquidez de las acciones se considera como baja.

### Consideraciones adicionales

La acción de ISUSA no fue operada en el mercado secundario durante todo 2022. El último día en el cual se operó dicha acción fue el 24 de octubre de 2023, a un precio de USD 3,1 por cada UYU 100 de acciones nominales, registrando un aumento del 3,3% con relación al último precio negociado anterior (USD 3,0).

### Calificación

Según la combinación de puntuaciones de la capacidad de la entidad para generar utilidades y su liquidez de mercado, incluyendo asimismo nuestra evaluación de consideraciones adicionales, se evalúa a las acciones de ISUSA en 3.uv.



## Información contable e indicadores operativos y financieros

	Sep-2023 (Últ. 12 meses)	9M 2023	2022	2021	2020
<b>INDICADORES *</b>					
EBITDA / Ventas netas	1,2%	3,5%	10,5%	16,2%	15,1%
EBIT / Ventas netas	-1,1%	1,1%	8,7%	13,5%	10,3%
Deuda / EBITDA	25,0x	9,2x	1,6x	1,1x	2,3x
Deuda neta / EBITDA	24,8x	9,2x	1,6x	1,0x	2,2x
CFO / Deuda	1,0%	-0,5%	15,5%	57,0%	11,8%
EBITDA / Gastos financieros	0,8x	2,2x	15,3x	13,4x	6,9x
EBIT / Gastos financieros	-0,8x	0,7x	12,6x	11,2x	4,7x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	165,7%	165,7%	193,0%	160,4%	157,8%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	0,8%	0,8%	2,7%	5,8%	5,9%
<b>En millones de USD</b>					
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Ventas netas	140,8	97,3	179,3	145,5	95,8
Resultado bruto	14,5	8,6	33,4	35,3	19,1
EBITDA	1,7	3,4	18,9	23,5	14,5
EBIT	(1,5)	1,0	15,6	19,6	9,9
Intereses	(2,0)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(2,1)
Resultado neto	(0,3)	1,0	18,1	13,1	5,1
<b>FLUJO DE CAJA</b>					
Flujo generado por las operaciones	(7,1)	0,0	24,3	30,9	11,5
CFO	0,4	(0,2)	4,7	14,1	3,9
Dividendos	(9,0)	(9,0)	(7,0)	(1,4)	-
CAPEX	(3,0)	(2,9)	(3,9)	(4,3)	(0,6)
Flujo de fondos libres	(11,6)	(12,1)	(6,2)	8,4	3,3
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>					
Caja y equivalentes	0,2	0,2	0,6	1,2	1,2
Activos corrientes	70,8	70,8	81,1	69,8	55,5
Bienes de uso	40,1	40,1	39,6	39,0	38,5
Intangibles	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Total activos	132,7	132,7	135,3	120,2	109,5
Deuda financiera de corto plazo	28,2	28,2	21,2	21,5	20,2
Deuda financiera de largo plazo	13,8	13,8	9,1	3,2	12,9
Deuda financiera total	42,0	42,0	30,3	24,7	33,1
Deuda financiera ajustada	42,0	42,0	30,3	24,7	33,1
Total pasivo	56,5	56,5	51,1	47,0	48,1
Patrimonio neto	76,2	76,2	84,3	73,2	61,4

\*Indicadores anualizados para 9M 2023

Nota: Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Uruguay y pueden diferir de los reportados por la compañía en sus estados contables

## Información complementaria

### Detalle de las calificaciones asignadas

Tipo / Instrumento	Calificación actual	Calificación anterior
Calificación de emisor en moneda local	A-.uy/EST	A-.uy/EST
Calificación de emisor en moneda extranjera	A-.uy/EST	A-.uy/EST
Obligaciones Negociables Serie II.3 por un valor nominal de hasta USD 50 millones	A-.uy/EST	A-.uy/EST
Obligaciones Negociables Serie II.4 por un valor nominal de hasta USD 50 millones	A-.uy/EST	A-.uy/EST
Calificación de acciones	3.uy	3.uy

### Información considerada para la calificación

- » Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/12/2022 y anteriores de Industria Sulfúrica S.A., disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)
- » Estados Contables trimestrales intermedios, disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)
- » Prospecto de oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Industria Sulfúrica S.A.
- » Información complementaria provista por el emisor
- » Información de mercado en relación a la cotización y evolución reciente del precio de la acción obtenida de [www.bvm.com.uy](http://www.bvm.com.uy) y [www.mercadobursatil.com.uy](http://www.mercadobursatil.com.uy)

### Definición de las calificaciones asignadas

- » **A.uy:** Emisores o emisiones calificados en A.uy con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales.
- » **3.uy:** Emisores que presentan una combinación razonable de flujo de efectivo y liquidez en el mercado para sus acciones en comparación con otras acciones ordinarias en Uruguay
- » *Moody's Local Uruguay agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.*

### Metodología utilizada

- » Metodología de calificación de empresas no financieras, versión 2.0 presentada ante el BCU el 04 de julio de 2022, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.



© 2023 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SÍMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Charter Documents - Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Documentos constitutivos - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

