

San Roque S.A.

(San Roque)
 Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB(uy)
ON Serie 1 garantizada	BBB+(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

UY\$ MM	30/06/2017	31/12/2016
	NIIF 6 meses	NIIF 12 meses
Total Activos	757.425	748.669
Total Deuda		
Financiera	270.174	280.648
Ingresos	636.103	1.208.022
EBITDA	37.546	100.554
EBITDA (%)	5.9	8.3
Deuda/ EBITDA	3.6	2.8
EBITDA/ intereses	3.1	5.2

NIIF: Normas internacionales de información financiera.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analista:

Ornella Remorino
 Analista
 +5411 5235-8125
ornella.remorino@fixscr.com

Responsable del Sector:

Cecilia Minguiñón
 Director Senior
 +5411 5235-8123
cecilia.minguiñon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Negocio maduro; generación de flujo operativo previsible: San Roque opera en una industria muy madura y regulada. 40% de sus ingresos provienen del segmento de farmacias. Si bien en el segmento no regulado de perfumería su posición es dominante, hacia adelante, la compañía planea cambiar estratégicamente el mix de productos y enfocarse en el segmento de farmacia. Se prevé que el flujo de fondos operativo continúe siendo positivo y poco volátil con menores márgenes.

Fuertes barreras de entrada: Cambios en la regulación de la industria en el año 2016 han elevado la cantidad máxima de farmacias que pueden tener los jugadores al 10% de las farmacias habilitadas en Uruguay. Dicha resolución deja un espacio de crecimiento muy importante para San Roque, a la vez que limita al principal jugador de la industria, Farmashop, que se encuentra más cerca del límite permitido. Por otro lado, el mismo decreto eliminó la disposición según la cual no se podía tener dos farmacias o más en un radio de 1.000 metros. En este sentido, la compañía posee como principal activo su presencia como única farmacia – perfumería en los shoppings (con una rentabilidad superior al resto de los locales).

Crecimiento asociado al flujo libre: La estrategia del management para los próximos años se basa en el crecimiento sostenido de sucursales, adquiriendo locales en funcionamiento, o abriendo nuevos. La compañía planea financiar el crecimiento a través de la ON emitida, el flujo de fondos libre disponible o aportes de capital de los accionistas. No se prevé que San Roque tome nueva deuda en este sentido. San Roque planea distribuir dividendos hacia adelante. Sin embargo, según la estrategia planteada, el monto a distribuir será una variable de ajuste tal que el flujo libre continúe siendo positivo.

ON Garantizada: Las ONs se encuentran garantizadas a través de un Fideicomiso en Garantía al que se cedieron los derechos de cobro sobre facturación a través de las tarjetas de crédito VISA y MASTERCARD. FIX ponderó en la calificación la fortaleza crediticia de la garantía en cuanto a su evolución, mecanismo de retención y pago y los niveles de cobertura de los servicios; aunque siempre relacionada con la calidad crediticia de la compañía.

Sensibilidad de la calificación

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que San Roque mantendrá una estructura de apalancamiento conservadora, con un nivel de deuda a EBITDA en torno al 2.5x y holgadas coberturas de intereses. La compañía planea crecer en la medida en que el flujo de fondos libre lo permita o a través de aportes de capital. Un incremento de la deuda por encima de lo anticipado para financiar inversiones de capital junto con una política agresiva de distribución de dividendos, podrían presionar la calificación a la baja.

Liquidez y estructura de capital

Moderado apalancamiento con adecuada liquidez: A junio de 2017 San Roque mantenía deuda por UY\$ 270 MM, exhibiendo un ratio de deuda a EBITDA de 3.6x y cobertura de intereses de 3,1x. Asimismo, la compañía detenta un adecuado nivel de liquidez. Los fondos provenientes de la colocación fueron parcialmente destinados a la cancelación de deuda y la apertura de las nuevas sucursales. Los fondos restantes se mantienen en inversiones transitorias, a fin de ser utilizados ante oportunidades de expansión. Toda la deuda está denominada en Pesos ajustables por UIs, con lo que no hay riesgo de descalce de moneda.

Perfil del negocio

San Roque es la primera cadena de perfumerías y farmacias del Uruguay. La marca fue creada en el año 1928 por inversores uruguayos. En el año 2006, la empresa fue adquirida por Corporación América/Grupo Eurnekian, quienes en el año 2012 le venden su participación al grupo inversor Clayton Commercial Holding INC, sociedad de las Islas Virgenes Británicas (B.V.I.). En mayo de 2017 la compañía informó el cambio en su composición accionaria. De esta forma, las acciones de San Roque S.A. son actualmente propiedad de Bellinger International S.A. (50%) y dos personas físicas (45% y 5%).

Operaciones

San Roque cuenta con una red de 45 locales, y es el segundo jugador en importancia en Uruguay, luego de Farmashop (92 sucursales). La empresa cuenta con una extensa red de puntos de venta en Montevideo y zona metropolitana (20 locales) y en el interior del país (25 locales). Dichos locales, se encuentran ubicados principalmente en shopping centers y zonas comerciales (presencia en el 90% de los shopping centers y en el 80% de las zonas comerciales del país).

La ubicación estratégica en los shoppings es uno de sus principales activos de San Roque. Las barreras de entrada a los centros comerciales están dadas por los contratos con los shoppings incluyen siempre una cláusula de exclusividad en el rubro de farmacia. Asimismo, la compañía ha logrado posicionarse en la cadena de supermercados Tata con un nuevo formato de locales, bajo la denominación Practifarma, alcanzando una mayor diversificación y un mayor alcance a los consumidores.

Durante el ejercicio 2017 la compañía sumó 9 nuevas sucursales a su red. Asimismo, la compañía prevé la incorporación de 20 nuevas sucursales en el transcurso de los próximos tres ejercicios, así como de su completo equipamiento para poder operar dentro de la red de San Roque. El mismo comprende equipamiento, software, y otros. El total de la inversión en capex proyectada para este período se ubica en el entorno de los UYU 170 MM.

Unidades de Negocios

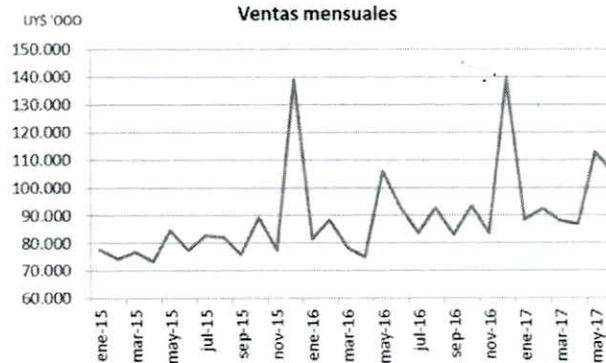
La empresa cuenta con dos grandes líneas de negocio, la Perfumería y la Farmacia, que representan aproximadamente un 60% y un 40% del negocio respectivamente. Hacia adelante, la compañía planea cambiar estratégicamente el mix de productos y enfocarse en el segmento de farmacia. Esta estrategia implicaría mayor generación de flujo de fondos, margen, rotación y estabilidad a lo largo del año.

El negocio de farmacia está fuertemente regulado, depende de la licencia para operar del Ministerio de Salud Pública. Es un negocio maduro, con márgenes estables y uniformes para toda la industria.

En el negocio de perfumería hay dos sub-grupos de productos. Los de perfumería y los de conveniencia. San Roque es la perfumería líder de Uruguay. Las marcas internacionales construyen imagen en el mercado local a través de la empresa, alquilando espacios especiales para i.e. el lanzamiento de los productos nuevos al mercado (registrado como otros ingresos en el estado de resultados). San Roque posee una participación del 80% en este mercado, por lo que a pesar de no ser tan maduro, ofrece pocas oportunidades de crecimiento. El negocio de conveniencia, por su parte, es un negocio de volumen, con menores márgenes y mucha competencia, dada por supermercados, almacenes.

Estacionalidad

La demanda es estacional experimentándose en el mes de diciembre el mayor pico de ventas. Esto naturalmente provoca que los flujos y las necesidades de capital de trabajo de la compañía sean variables a lo largo del año.



Regulación

Cambios en la regulación de la industria –a través del Decreto 96/016 que derogó el Decreto 369/013- han elevado la cantidad máxima de farmacias que pueden tener los jugadores de la industria al 10% de las farmacias habilitadas en Uruguay. Asimismo, el Decreto dejó sin efecto la disposición que limitaba a un mismo dueño a tener dos farmacias o más en un radio menor a 1000 metros, y la limitación a las ventas por internet.

Estrategia

La estrategia del management de San Roque es agresiva. En los primeros dos años desde que entraron al negocio, encararon un plan de expansión muy fuerte, lo cual derivó en una creciente competencia con los demás jugadores de la industria. Esta situación concluyó con el decreto 369/013, limitando el número de farmacias por jugador.

El cambio en la regulación a partir del Decreto 96/016 (04/2016) permite un crecimiento muy importante a San Roque (alrededor de 50 locales), al elevar las cotas máximas para la tenencia de farmacias al 10% de las farmacias habilitadas en Uruguay. Es previsible que la compañía planea comprar farmacias para continuar expandiendo sus operaciones. Sin embargo, el management ha especificado que el crecimiento se financiará con flujos de fondos libres o aportes de capital, y no con deuda incremental.

Factores de Riesgo

- Los principales riesgos del sector están asociados al fuerte nivel de regulación y cambios normativos (i.e. decreto 96/016). La suba en las cotas máximas permite a los jugadores de la industria estrategias más agresivas de crecimiento y podría dar lugar a la aparición de nuevos participantes.
- San Roque se encuentra expuesta además a la eventual terminación de su relación comercial con los principales shoppings donde tiene sus locales más rentables. Este riesgo se encuentra morigerado por la relación de 30 años en los principales centros comerciales, y las limitaciones a instalarse en los mismos establecimientos que enfrentan sus competidores.

- Las licencias para operar las otorga el Ministerio de Salud Pública. Cualquier cambio en normativas que haga peligrar estas licencias tendría un impacto crítico sobre San Roque, ya que a pesar de que el 60% de sus ventas vienen de segmentos no regulados (perfumería y de conveniencia), estos segmentos están anclados a la existencia del negocio de farmacia.

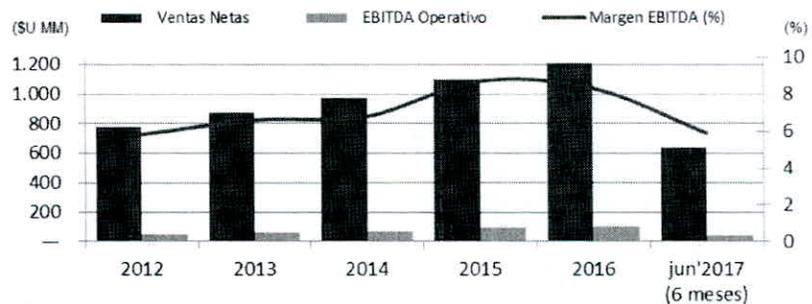
Perfil Financiero

Rentabilidad

Desde 2012 los ingresos y EBITDA de San Roque crecieron en forma sostenida. En los primeros años, como resultado de una agresiva estrategia de expansión. A diciembre 2016, la compañía generó ventas y EBITDA de \$ 1.208 MM y \$ 100 MM, respectivamente, que comparan contra \$ 1.102 MM y \$ 96 MM de 2015. Asimismo, el margen de EBITDA se ubicó en 8,3%, manteniéndose en línea con el nivel del ejercicio anterior. A junio de 2017 (6 meses) las ventas y EBITDA alcanzaron los \$ 636 MM y \$ 37 MM respectivamente. Por su parte, el margen de EBITDA fue de 5,9%. La caída en el margen se debió principalmente al cambio en la estrategia comercial de San Roque que implicó una reducción en los precios de venta.

Hacia delante, prevemos un margen de EBITDA estable en torno a 7%, con un nivel de ventas estable en términos de volumen dada la madurez del negocio, que crecerá en línea con la inflación. En la medida en que el flujo libre lo permita, es previsible que San Roque continúe adquiriendo nuevas farmacias y expandiendo su negocio.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa

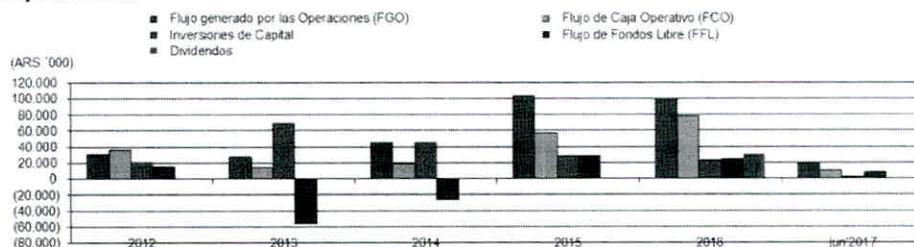
Flujo de fondos

San Roque ha demostrado una sólida generación interna de fondos, alcanzando en diciembre de 2016 (12 meses) un FGO de UY\$ 99 MM. En este sentido, el flujo de fondos operativo ha mostrado una tendencia positiva y creciente en los últimos años. La variación del capital de trabajo por UY\$ 21 MM, las inversiones de capital realizadas por UY\$ 23 MM y la distribución de dividendos por UY\$ 30 MM derivaron en un flujo de fondos libre de UY\$ 24 MM. A junio de 2017 el flujo de fondos libre fue levemente positivo y alcanzó los \$ 7 MM. Las necesidades de capital de trabajo no mostraron una significativa variación con respecto al año anterior, por lo cual se estima se encuentran en niveles normalizados. Adicionalmente, el cambio en la estrategia comercial de San Roque implicaría menores días de inventarios. Por lo cual, Fix no prevé que las necesidades de capital de trabajo sean un driver importante del flujo de fondos y

espera que, dado el plan de inversiones y apertura de nuevas sucursales, el nivel de capex aumente presionando el flujo libre en los próximos ejercicios.

Los términos y condiciones de las ON emitidas por la compañía imponen limitaciones laxas a la distribución, que son progresivas: en los dos primeros años no podrá distribuir por encima del dividendo mínimo obligatorio. Si el ratio deuda neta / EBITDA fuera inferior a 2.5x, podrá distribuir dividendos hasta un máximo del 50% de los resultados acumulados. Por lo cual, se podrá distribuir dividendos hasta el 60% de los resultados acumulados. Los planes estratégicos del management prevén distribución de dividendos en los próximos años, pese a esto, la compañía sostiene que esta será una variable de ajuste.

Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

Liquidez y estructura de capital

La compañía presenta moderados ratios de endeudamiento. A junio de 2017 la deuda total era de UY\$ 270 MM, alcanzando una relación deuda/EBITDA de 3.6x y la cobertura de intereses de 3.1x. En los últimos ejercicios San Roque ha logrado modificar el perfil de su pasivo financiero y aumentar la proporción de deuda a largo plazo. Fix incluye en el concepto deuda ajustada el valor de los arrendamientos, con lo que la deuda ajustada trepó a UY\$ 844 MM en el primer semestre de 2017, y el ratio deuda ajustada a EBITDAR a 5.4x

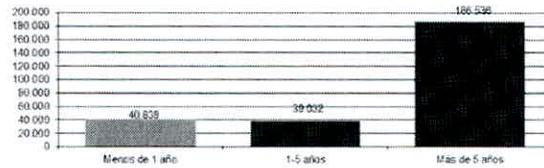
La deuda de San Roque a la fecha se compone por 4 préstamos bancarios en UIs y las ON emitidas en 2016. La compañía emitió la ON Serie 1 por un monto de UI 56.6 MM. Los intereses y amortizaciones serán cancelados en pesos uruguayos equivalentes a la cantidad de UI multiplicada por la cotización de la misma a la fecha de pago, evitando de esta forma el riesgo de descalce de moneda. Asimismo, la emisión de las ON permitió extender significativamente la vida promedio de la deuda. Los fondos obtenidos de la reestructuración de pasivos financieros (toma de nuevos préstamos: ON, BBVA y Santander) fueron aplicados a la cancelación de deuda financiera, a la distribución de dividendos y al crecimiento de la compañía mediante la compra de las nuevas farmacias y la apertura de nuevas sucursales (valor llave, obras, etc.).

Estructura de Deuda

Banco	Moneda	Saldo 31/12/2016 - En UI	Saldo 31/12/2016 - En UYU	Saldo 31/12/2016 - En USD	Vencimiento	Tasa	Saldo 30/06/2017 - En UYU
BBVA	UI	12.838.825	45.034.746	1.534.927	31/05/2021	7,50%	43.003.433
OBLIGACIONES NEGOCIABLES	UI	56.600.000	198.535.820	6.766.729	01/06/2023	6,75%	188.858.258
SANTANDER	UI	3.651.953	12.809.955	436.604	30/04/2019	6,70%	10.611.684
ITAU - 1	UI	2.846.969	9.986.312	340.365	30/06/2017	6,50%	7.483.525
ITAU - 2	UI	3.432.180	12.039.058	410.329	31/03/2018	7,50%	7.483.525
TOTAL		79.369.926	278.405.891	9.488.953			249.956.896

Fuente: Información de la empresa

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa al 31.12.2016

Capitalización

	000 ARS	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	43.957	4,5
Deuda de Largo Plazo	226.218	23,3
Otros	574.471	59,2
Deuda Total Ajustada	844.645	87,0
Total Patrimonio	126.488	13,0
Total Capital Ajustado	971.134	100,0

Fuente: Información de la empresa al 30.06.2017

Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía tiene moderado acceso a los mercados de crédito. La relación con los bancos está dada no sólo por la deuda vigente a la fecha, sino también por distintos convenios comerciales firmados (i.e. descuentos especiales).

Al cierre de 2016 la liquidez de la compañía era moderada. San Roque opera con una posición de caja e inversiones corrientes relativamente alta. A junio de 2017 el indicador LTM EBITDA + Caja e Inversiones Corrientes / Deuda CP era de 2.2x, lo cual demuestra estar en un nivel saludable.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2012 San Roque S.A ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a junio '17 se han estimado anualizando los resultados de los 6 meses.

Balance General - San Roque S.A.

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

	28,38	30,08	27,33	23,23	20,50	20,32
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	
Cifras no consolidadas	jun-17	2016	2015	2014	2013	2012
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	37.546	100.554	96.760	50.473	57.891	45.396
EBITDAR Operativo	78.580	172.328	159.714	99.853	99.017	82.734
Margen de EBITDA	5,9	8,3	8,8	5,2	6,6	5,8
Margen de EBITDAR	12,4	14,3	14,5	10,2	11,3	10,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	6,4	13,3	16,2	6,2	5,7	9,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,2	2,0	2,6	(2,7)	(6,3)	2,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,0	17,1	32,2	(4,0)	21,3	2,9
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,5	6,1	7,8	4,2	7,9	5,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,1	5,2	6,4	5,5	14,4	6,2
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	1,5	1,4	0,9	0,7	0,8
FGO / Cargos Fijos	2,5	6,1	7,8	4,2	7,9	5,2
FFL / Servicio de Deuda	0,6	0,7	0,6	(0,3)	(0,6)	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,7	1,1	0,8	0,4	0,3	0,8
FCO / Inversiones de Capital	4,1	3,4	2,0	0,1	0,2	1,7
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	13,5	6,6	5,1	13,7	14,0	9,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,6	2,8	1,7	3,5	2,8	1,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	2,5	1,6	2,8	1,4	1,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,4	4,5	3,8	5,2	4,5	4,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	5,3	4,4	3,7	4,9	3,7	3,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,9	8,8	8,9	5,4	3,3	17,4
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,6
Balance						
Total Activos	757.425	748.669	639.983	586.420	595.113	391.401
Caja e Inversiones Corrientes	6.493	32.736	10.217	37.733	79.100	21.052
Deuda Corto Plazo	43.957	47.067	54.119	46.851	76.274	47.851
Deuda Largo Plazo	226.218	233.581	108.805	129.886	82.956	36.598
Deuda Total	270.174	280.648	162.924	176.737	159.230	84.449
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	270.174	280.648	162.924	176.737	159.230	84.449
Deuda Fuera de Balance	574.471	502.422	440.680	345.665	287.879	261.363
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	844.645	783.070	603.604	522.402	447.109	345.812
Total Patrimonio	126.488	115.008	125.335	90.544	117.719	62.619
Total Capital Ajustado	971.134	898.078	728.939	612.946	564.828	408.431
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	18.995	99.602	103.304	29.069	27.914	31.078
Variación del Capital de Trabajo	(9.298)	(21.440)	(45.773)	(26.270)	(13.862)	5.368
Flujo de Caja Operativo (FCO)	9.697	78.162	57.531	2.799	14.052	36.446
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.381)	(23.072)	(28.655)	(29.579)	(69.639)	(20.891)
Dividendos	0	(30.846)	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	7.316	24.244	28.876	(26.780)	(55.587)	15.555
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	2.332	0
Otras Inversiones, Neto	(9.551)	(71.449)	(11.191)	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(25.937)	56.436	(45.288)	8.458	74.782	(896)
Variación Neta del Capital	0	0	0	(23.046)	41.928	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(28.172)	9.231	(27.602)	(41.367)	63.455	14.659
Estado de Resultados						
Ventas Netas	636.103	1.208.022	1.104.363	975.178	877.662	778.696
Variación de Ventas (%)	12,8	9,4	13,2	11,1	12,7	
EBIT Operativo	26.357	80.338	77.505	38.129	31.346	22.030
Intereses Financieros Brutos	12.290	19.493	15.117	9.147	4.032	7.339
Alquileres	41.034	71.775	62.954	49.381	41.126	37.338
Resultado Neto	11.480	20.519	34.791	(4.129)	19.169	896

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. Términos y condiciones de las ON

Instrumento: ON Serie 1

Marco Legal: Programa de Emisión por U\$S 20 millones o su equivalente en pesos uruguayos o en pesos uruguayos reajustables de acuerdo a la variación de las UI.

Monto: UI 56.600.000

Moneda: pesos uruguayos equivalentes a la cantidad de UI multiplicada por la cotización de la misma a la fecha de pago.

Vencimiento: 16 de junio de 2023.

Intereses: devengan una tasa fija del 6,75% nominal anual. Los intereses serán pagaderos semestralmente, siendo la primera fecha de pago el 16 de diciembre de 2016.

Amortización de capital: en 5 cuotas iguales y consecutivas anuales, venciendo la primera el 16 de junio de 2019.

Garantía: un Fideicomiso en Garantía al cual se cedieron los derechos de cobro sobre facturación a través de las tarjetas de crédito de la marca VISA (CUMPSA-Visanet) y MASTERCARD (First Data Uruguay S.A.).

Eventos de Incumplimiento: falta de pago del servicio de capital o a dos pagos de intereses adeudados (no necesariamente consecutivos), siempre que este incumplimiento no hubiera sido remediado dentro de los 10 días hábiles bancarios, que el emisor deje de aceptar como medio de pago para las compras de bienes y servicios en sus locales comerciales a las tarjetas adheridas al sistema VISA y/o MASTERCARD, incumplimiento de ciertos *covenants* (acuerdos o pactos bajo el contrato de emisión), entre otros eventos relacionados con la compañía. En caso de activarse alguno de los mismos se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 75% de los tenedores luego de un período de 60 días donde el emisor puede remediar el evento. En el evento de no pago de los servicios se declara en forma automática la caducidad de los plazos y exigibilidad de lo adeudado.

Covenants: el emisor deberá cumplir con los siguientes ratios financieros durante la vida de la ON: (i) deuda financiera neta/EBITDA igual o inferior a 4x al cierre de cada ejercicio económico, (ii) no tomar deuda financiera cuyo efecto sea que el ratio de deuda financiera neta/EBITDA sea igual o superior a 3x y (iii) EBDITA/(servicios de deuda –caja) sea superior a 2,5x al cierre de cada ejercicio económico.

Objetivo: refinanciar pasivos. San Roque ha cancelado su deuda con el Scotiabank Uruguay S.A. garantizada con créditos del emisor contra CUMPSA y MASTERCARD, por lo cual al haber sido cancelado dicho préstamo el flujo colateral puede ingresar al patrimonio fideicomitido de las ON Serie N°1.

Estructura:

Según lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, las administradoras de las tarjetas de crédito fueron notificadas para depositar el 100% de los créditos cedidos en la cuenta recaudadora. El Fiduciario, mientras no se encuentre en el período de retención para el pago de los servicios y en caso de no mediar un evento de incumplimiento, liberará los montos recolectados a una cuenta del Emisor para su libre disponibilidad.

Durante el Pago de Servicios de Intereses:

45 días corridos previos al día de pago de intereses, el Fiduciario deberá retener en la cuenta recaudadora los montos depositados por las administradoras hasta alcanzar el monto

equivalente de la cuota de intereses y no transferir ningún monto al emisor. Si 30 días previos a la fecha de pago no está cubierto el servicio, comienza el período de subsanación en el cual durante días hábiles si con el goteo diario de las administradoras no se completa el monto del servicio el emisor deberá completar el monto, aunque el incumplimiento no implicará un incumplimiento material dentro de los eventos especiales.

Durante el Pago de Servicios de Capital:

75 días corridos previos al día de pago de capital, el Fiduciario deberá retener en la cuenta recaudadora los montos depositados por las administradoras hasta alcanzar el monto equivalente de la cuota de capital y no transferir ningún monto al emisor. Si 30 días previos a la fecha de pago no está cubierto el servicio, comienza el período de subsanación en el cual durante días hábiles si con el goteo diario de las administradoras no se completa el monto del servicio el emisor deberá completar el monto, aunque el incumplimiento no implicará un incumplimiento material dentro de los eventos especiales.

Niveles de Cobertura

FIX a fin de analizar los niveles de cobertura de los TD asumió: (i) las términos y condiciones de la ON Serie I, (ii) la evolución de las cobranzas del año 2017 y subsiguientes asumiendo el crecimiento de las mismas acorde a lo supuestos de crecimiento de las ventas estipulados en el análisis del emisor y (ii) la evolución de la UI correlacionada a la evolución de la inflación.

A su vez en el escenario estresado se mantuvieron los mismos supuestos y se estresó la evolución de las cobranzas de acuerdo a los supuestos del crecimiento de las ventas asumidos en el análisis del emisor.

Se concluye que el mecanismo de retención y pago sumado a los niveles de cobertura justifican desprenderse un notch por encima de la calificación del emisor.

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 15 de noviembre de 2017, confirmó la calificación de Emisor de San Roque S.A. en la Categoría **BBB(uy)**.

Asimismo, confirmó la Categoría **BBB+(uy)** a las **ON Serie 1** garantizadas emitidas por la compañía.

La Perspectiva es estable.

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

Fuentes

- Balances generales al 30/06/2017. Auditor externo del último balance anual: Deloitte
- Información de gestión suministrada por la compañía.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy



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. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 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 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 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 sólo 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 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 sólo, 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.