

Zonamerica S.A. (ZA)

Factores relevantes de la calificación

Perspectiva Estable: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – mantiene la perspectiva estable de Zonamerica S.A. (ZA), en el actual contexto de fuerte caída esperada en el nivel de actividad general de 2020 (-4.6%) y el rebote en 2021 de (+2.8%) provocado por efecto de la pandemia por el COVID-19. A septiembre de 2020 casi la totalidad de sus clientes se encuentran operativos y el impacto en la ocupación ha sido acotado. Esto se debe principalmente a la importancia que tiene para los usuarios de Zona Franca el mantenimiento de dicho régimen, así como también, a la diversidad de las actividades económicas e industrias en las que operan, donde ha existido un impacto desigual durante la pandemia, desde actividades beneficiadas como las del sector logístico, farmacéutico, financiero y tecnológico, lo que mitiga la menor actividad en empresas relacionadas con servicios turísticos, juego y ocio.

Manejo consolidado del grupo: Zonamerica S.A. (ZA) reporta aprox. el 62% de los ingresos y 60% del EBITDA del grupo. Zonamerica Ltd. (holding) centraliza la administración del grupo y brinda soporte a las compañías mediante garantías, mientras que las subsidiarias otorgan financiamiento al grupo para la realización de inversiones a través de dividendos. Zonamerica S.A. se constituyó como fiador solidario de los préstamos bancarios otorgados a Inversiones Zonamerica S.A. FIX considera que el mayor endeudamiento de ZA, en beneficio del grupo constituye un riesgo para la compañía, limitado por el cumplimiento de los covenants establecidos en los contratos de sus Obligaciones Negociables vigentes

Adecuada estructura de vencimientos de deuda: a sept'20 el endeudamiento de la compañía era de USD 24.3 millones, con un ratio de endeudamiento respecto a EBITDA de 2.5x el cual asciende a 3.7x, teniendo en cuenta a la deuda fuera de balance. Del total de deuda, el 47% corresponde a las Obligaciones Negociables con cancelación de capital a partir de 2024 y vencimiento en 2029. El resto del endeudamiento corresponde a préstamos bancarios de mediano plazo. FIX estima que el ratio de deuda/EBITDA en los próximos ejercicios irá reduciéndose gradualmente durante los siguientes ejercicios, pudiendo cumplir con las condiciones de endeudamiento y cobertura estipulados en los términos y condiciones de las ON.

Generación interna de fondos estable: los contratos de arrendamiento y servicios denominados en dólares le han otorgado a Zonamerica S.A. una base de ingresos estable y predecible entre USD 28 millones y USD 31 millones anuales. La Resolución del Poder Ejecutivo le permite a ZA la explotación hasta el año 2040 la zona franca en una zona estratégica cercana a Montevideo y le posibilitó a la compañía construir más de 80.000 mts2 rentables destinados a una cartera atomizada de aprox. 300 clientes. FIX espera que las ventas crezcan a una tasa promedio de 3.5% anual medidos en dólares hasta 2024, para el año fiscal 2021 proyectamos un crecimiento anual 7%-8%, producto de un rebote luego de dos años seguidos de caída. Por el lado del EBITDA se espera que crezca en promedio un 4% hasta 2024 lo que representa una suba en el margen EBITDA de hasta el 34% a partir de 2023. FIX entiende que ello será posible principalmente debido al cambio en el mix de ventas entre metros cuadrados dedicados a servicios de logística por espacios convertidos a oficinas, como también debido al resultado de procesos de reducción de costos que se viene llevando a cabo desde el 2018.

Consolidación del modelo de negocio: Los ingresos estables junto con un manejo conservador de los costos le permiten a la compañía tener un flujo de caja operativo estable de por lo menos USD 6.5 millones. FIX estima que a partir de 2022 ZA tendrá un flujo de fondos libre positivo en torno a un millón de dólares, ya que la compañía no planea realizar expansiones significativas, realizando inversiones enfocadas en mejoras de edificios e Infraestructura, así como equipamiento y mantenimiento de los mismos por entre USD 3-4 millones por año.

Informe Integral

Calificaciones

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

Perspectiva	Estable
-------------	---------

Resumen Financiero

Zonamerica S.A.		
Consolidado (USD miles)	30/09/20 12Meses	30/09/19 12 Meses
Total Activos	90.679	86.012
Deuda Financiera	24.374	19.281
Ingresos	28.712	30.648
EBITDA	9.565	9.795
EBITDA (%)	33,3	32,0
Deuda Total /EBITDA	2,5	2,0
Deuda Neto /EBITDA	2,5	1,9
EBITDA / Intereses	7,1	7,1

Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Informes Relacionados

[Uruguay GDP Change Moves Metrics but Not Decisive for Outlook](#)

Analistas



Analista Principal
 Cándido Pérez
 Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Analista Secundario
 Gustavo Ávila
 Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142



Responsable del Sector
 María Cecilia Minguillón
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

Sensibilidad de la Calificación

FIX considerará una baja en la calificación en el caso de existir (i) un menor nivel de rentabilidad producto de la baja en la ocupación o reducción de los precios de arrendamiento y/o alquiler o (ii) un mayor endeudamiento producto de elevados niveles de distribución de dividendos. Una suba en la calificación podría ser contemplada una vez que la compañía: (i) mejore la estructura de capital con la extensión de plazos y reducción de carga de financiera de su deuda bancaria y (ii) manteniendo una generación flujo libre positivo, estable y predecible.

Liquidez y Estructura de capital

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

Perfil del negocio

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

Estructura Societaria

El grupo Zonamerica opera como un consolidado, con una administración centralizada que busca maximizar la rentabilidad del conjunto. Zonamerica Ltd opera como la inversora del grupo, no realizando operaciones de forma individual. Mientras que Zonamerica S.A. representa aprox. el 62% de los ingresos del grupo y el 60% del EBITDA. Existen operaciones cruzadas entre las compañías del grupo. Zonamerica Ltd le ha brindado soporte financiero a ZA mediante el otorgamiento de garantías. A su vez ZA ha distribuido dividendos al holding con el fin de financiar inversiones que no se encuentran en cabeza de ZA. FIX considera que el mayor endeudamiento de ZA representa un riesgo para la compañía, el cual se encuentra mitigado por los covenants financieros establecidos en los contratos de ON.

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

Regulación de Zonas Francas - Beneficios fiscales (ley 15.921)

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

Zonamerica Ltd Bahamas	
Sept20	USD '000
Caja	3.300
Deuda individual	2.387
Deuda consolidada	35.257
Ventas	46.631
EBITDA	15.988
Deuda / EBITDA Individual	1,51x
Deuda / EBITDA Consolidado	2,21x
EBITDA / Intereses	14,24x

Empresas Operativas y que consolidan con la Ltd																	
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Zonamerica S.A. A-(Uy) Uruguay</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sept20</td> <td>USD '000</td> </tr> <tr> <td>Caja</td> <td>624</td> </tr> <tr> <td>Deuda total</td> <td>24.374</td> </tr> <tr> <td>Ventas</td> <td>28.712</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>9.565</td> </tr> <tr> <td>Deuda/EBITDA</td> <td>2,55x</td> </tr> <tr> <td>EBITDA/Intereses</td> <td>7,11x</td> </tr> </tbody> </table>		Zonamerica S.A. A-(Uy) Uruguay		Sept20	USD '000	Caja	624	Deuda total	24.374	Ventas	28.712	EBITDA	9.565	Deuda/EBITDA	2,55x	EBITDA/Intereses	7,11x
Zonamerica S.A. A-(Uy) Uruguay																	
Sept20	USD '000																
Caja	624																
Deuda total	24.374																
Ventas	28.712																
EBITDA	9.565																
Deuda/EBITDA	2,55x																
EBITDA/Intereses	7,11x																
100%																	
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Montevideo Teleport International Usuaria de Zona Franca Uruguay</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sept20</td> <td>USD '000</td> </tr> <tr> <td>Caja</td> <td>536</td> </tr> <tr> <td>Deuda total</td> <td>13</td> </tr> <tr> <td>Ventas</td> <td>10.537</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>4.926</td> </tr> <tr> <td>Deuda/EBITDA</td> <td>0,00x</td> </tr> <tr> <td>EBITDA/Intereses</td> <td>4.926,08x</td> </tr> </tbody> </table>		Montevideo Teleport International Usuaria de Zona Franca Uruguay		Sept20	USD '000	Caja	536	Deuda total	13	Ventas	10.537	EBITDA	4.926	Deuda/EBITDA	0,00x	EBITDA/Intereses	4.926,08x
Montevideo Teleport International Usuaria de Zona Franca Uruguay																	
Sept20	USD '000																
Caja	536																
Deuda total	13																
Ventas	10.537																
EBITDA	4.926																
Deuda/EBITDA	0,00x																
EBITDA/Intereses	4.926,08x																
100%																	
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Inversiones Zonamerica S.A Usuaria de Zona Franca Uruguay</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sept20</td> <td>USD '000</td> </tr> <tr> <td>Caja</td> <td>997</td> </tr> <tr> <td>Deuda total</td> <td>20.985</td> </tr> <tr> <td>Ventas</td> <td>6.442</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>4.838</td> </tr> <tr> <td>Deuda/EBITDA</td> <td>4,34x</td> </tr> <tr> <td>EBITDA/Intereses</td> <td>6,40x</td> </tr> </tbody> </table>		Inversiones Zonamerica S.A Usuaria de Zona Franca Uruguay		Sept20	USD '000	Caja	997	Deuda total	20.985	Ventas	6.442	EBITDA	4.838	Deuda/EBITDA	4,34x	EBITDA/Intereses	6,40x
Inversiones Zonamerica S.A Usuaria de Zona Franca Uruguay																	
Sept20	USD '000																
Caja	997																
Deuda total	20.985																
Ventas	6.442																
EBITDA	4.838																
Deuda/EBITDA	4,34x																
EBITDA/Intereses	6,40x																
100%																	

Otras empresas del Grupo	
100%	Rinemoll S.A.
100%	Verypel S.A.
100%	Itolem S.A.
100%	Atlenix S.A.
100%	Zonamerica HK, Ltd (Hong Kong)
78.8%	Agronix S.A.
78.8%	Geenpel S.A.
50.01%	Zonamerica Usuario Operador de Zona Franca (Colombia)

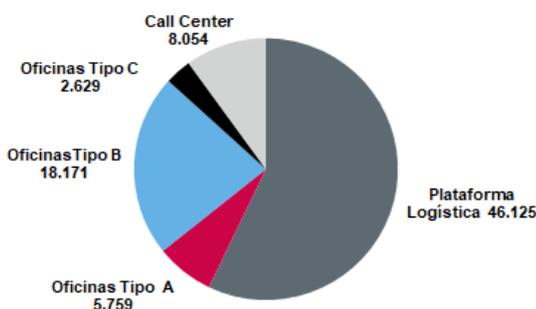
Los clientes de Zonamerica se constituyen como usuarios de Zona Franca, beneficiándose de paquetes fiscales y aduaneros. La ley de Zonas Francas garantiza la exoneración de todo impuesto creado a crearse a las empresas usuarias de Zona Franca durante la duración de su contrato con Zonamerica. Los usuarios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

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

Infraestructura

El Parque ha sido diseñado para un segmento de empresas multinacionales con altas exigencias en materia de telecomunicaciones, seguridad y demás servicios. Actualmente, ZA tiene 80.739 m2 rentables con un porcentaje de ocupación promedio superior al 83%. ZA brinda arrendamiento de depósitos, oficinas clasificadas en A, B y C según el nivel arquitectónico e infraestructura y call centers.

Metros cuadrados rentables de Zonamerica S.A.

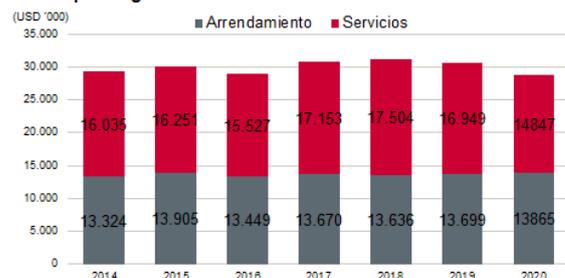


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ingresos

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

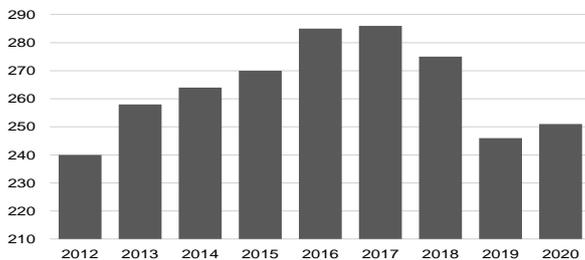
Ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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

Evolución del Personal de Zonamérica S.A.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Los usuarios pagan a Zonamerica un alquiler mensual en dólares por adelantado. Los contratos de Usuario (tanto de oficinas como de logística) pueden celebrarse por cualquier plazo, siempre que su vencimiento no exceda el 16/02/2040. A septiembre de 2020 el vencimiento promedio remanente de los contratos se ubicó entre los 4-5 años. Los cuales en su mayoría poseen una cláusula de prórroga automática (con excepción de los nuevos contratos debido a la modificación de ley que los rige) mientras que para la actualización de los precios existen cuatro modalidades, la más importe se realiza según la variación del Índice de Precios al Consumidor de Estados Unidos, aunque también se cuenta con métodos mixtos que utilizan tanto la variación de precios en Estados Unidos como en Uruguay. Adicionalmente, cada usuario, incluyendo aquellos que poseen instalaciones propias, paga mensualmente a Zonamerica un precio por metro cuadrado ocupado por servicios comunes. Asimismo, la empresa brinda otros servicios tales como seguros, construcción de obras adicionales, mantenimiento, etc.

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

Costos

Los costos se encuentran mayormente denominados en pesos, siendo las retribuciones al personal y las cargas sociales el de mayor relevancia representando el 27% de los costos y gastos operativos y el 21% de los ingresos. Debido a que los ingresos se encuentran denominados en dólares y los costos salariales en pesos, la compañía podría ver reducidos sus márgenes operativos en los períodos donde la inflación supera la variación del tipo de cambio.

Estructura de costos

U\$S 000

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	28.976	30.617	31.140	30.648	31.140
Retribuciones y cargas sociales	3.712	4.420	4.549	3.929	2.884
Amortizaciones	2.879	3.097	3.275	3.156	3.285
Servicios Contratados	2.829	2.844	2.878	2.774	2.228
Energía Eléctrica	2.535	2.744	2.711	2.411	2.053
Canon	783	787	809	784	751
Otros	3.623	3.761	3.842	3.908	5.043
Costos de Ventas	16.361	17.653	18.065	16.962	16.243
Retribuciones y cargas sociales	3.578	4.203	4.799	3.444	3.216
Impuestos	926	1227	1220	1.180	1.122
Publicidad	679	505	394	208	249
Honorarios	531	536	546	336	370
Amortizaciones	92	177	241	222	230
Otros	1.782	1.968	1.754	1.878	1.260
Gastos de Adm y Comercialización	7.588	8.617	8.955	7.267	6.448

Elaboración: Información de la empresa, FIX SCR

Posición competitiva

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

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

En las ZZFF de Uruguay existe actualmente una restricción para el trabajo remoto. La ley de ZZFF establece que la actividad de las empresas usuarias debe desarrollarse desde la zona franca. Esta restricción fue levantada transitoriamente a través de una resolución de las autoridades debido a la pandemia. En paralelo se está manejando un proyecto de ley de teletrabajo en el parlamento, que podría incluir cierta flexibilidad para empresas usuarias de ZZFF, de modo de no quedar fuera de una tendencia mundial.

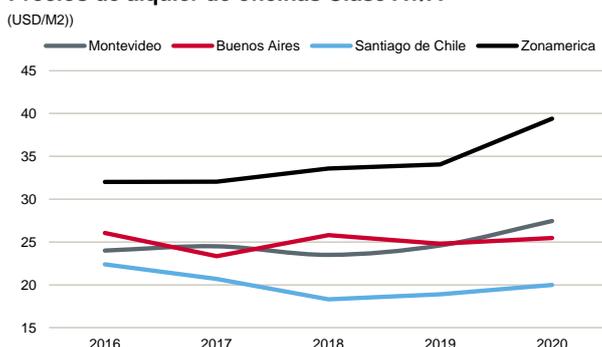
La posibilidad de trabajo remoto podría generar una baja en la demanda de oficinas, pero que no sería relevante su impacto en las proyecciones de ingresos por arrendamiento de la compañía. Por un lado, la flexibilización sería parcial y no total. Por otro lado, la necesidad de las empresas de generar espacios diferentes e innovadores para lograr sentido de pertenencia implicaría una compensación a la posible reducción de posiciones de trabajo.

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

Riesgo del Sector

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

Precios de alquiler de oficinas Clase A+/A



Fuente: Información de la empresa, Coldwell Banker Commercial Uruguay, Colliers internacional Argentina y Chile, Fix Scr.

De acuerdo a Colliers International Argentina el precio promedio mensual de arrendamiento de la categoría premium ronda en 25.48 USD/m², siendo la zona norte de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) la de mayor valor de alquiler rondando los 30.5 USD/M² seguido por Catalinas y Puerto Madero como la zona con mayor valor con precios de 29.19 y 29.16 USD/M², respectivamente.

Administración y Calidad de los accionistas

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

Factores de Riesgo

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

Perfil Financiero

Rentabilidad

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

A septiembre 2020 los ingresos de ZA alcanzaron los USD 28,7 millones con una reducción del 6,3% con respecto a septiembre 2019, no habiendo sido afectado por la evolución del COVID-19. Mientras que los ingresos por arrendamiento crecieron en un 1,2% en el mismo periodo de tiempo, principalmente explicado por el incremento en los precios de arriendo de oficinas en todas sus clases (+8,8% A, +26,7% B y +4,1% C) y el incremento del precio promedio en la categoría Call Centers por +26,7% y los depósitos por +16,4%, marcando una suba generalizada para todos los rubros de negocios. Por otro lado, la ocupación mejoró tanto en segmento logístico al pasar a 77% en 2020 frente al 74% registrado en 2019, como en el de oficinas clase A que se ubicó en 90% desde el 89% registrado el año anterior. Mientras que en oficinas clase B, C y Call Centers la ocupación se mantuvo en los mismo niveles que el 2019 en 85%, 100% y 100%, respectivamente.

En tanto, el EBITDA cerró en USD 9.5 millones, ligeramente menor (-2,3%) con respecto a sept'19 (USD 9.8 millones). El margen de EBITDA se incrementó en 1.3 puntos porcentuales a 33,3% frente al 32,0% obtenido un año atrás. El avance del margen EBITDA se debe principalmente al proceso de reducción de costos que viene realizando la compañía desde el año fiscal 2018, con la reducción en los costos y gastos operativos.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

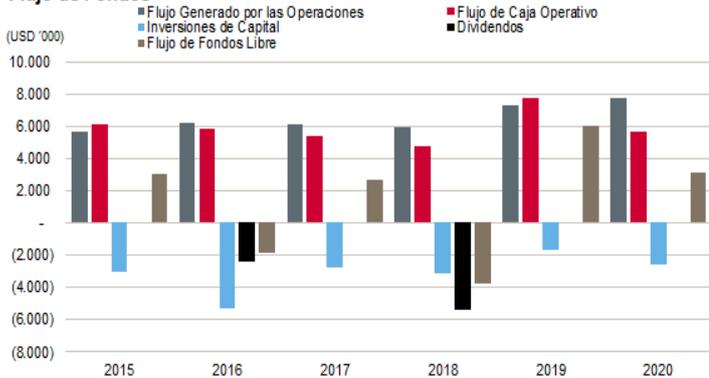
FIX espera que las ventas crezcan a una tasa promedio de 3,5% anual medidos en dólares hasta 2024, para el año fiscal 2021 proyectamos un crecimiento anual 7%-8%, producto de un rebote luego de dos años seguidos de caída. Por el lado del EBITDA se espera que crezca en promedio un 4% hasta 2024 lo que representa una suba en el margen EBITDA de hasta el 34% a partir de 2023. FIX entiende que ello será posible principalmente debido al cambio en el mix de ventas entre metros cuadrados dedicados a servicios de logística por espacios convertidos a oficinas, como también debido al resultado de procesos de reducción de costos que se viene llevando a cabo desde el 2018.

Flujo de fondos

En los últimos años ZA generó un flujo de caja operativo estable por el orden de los USD 6 millones. La compañía realizó inversiones de capital destinadas a la mejora en infraestructura actual, no habiendo construido nuevos edificios en los últimos años. Las inversiones fluctuaron entre USD 1.7 millones y USD 5.7 millones por año. No existe una política definida con respecto a la distribución de dividendos. En el pasado la distribución de dividendos ha sido errática dependiendo de la generación de fondos de ZA y las necesidades del grupo. El flujo de fondos libre suele ser positivo con excepción a los períodos con elevadas inversiones y/o distribución de dividendos. En 2020 la empresa no

distribuyó dividendos, se realizaron inversiones por un total de USD 2.6 millones y el flujo de fondos libre resultó positivo en USD 3.1 millones.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

En el corto/mediano plazo ZA no planea realizar ninguna inversión de importante envergadura. Las inversiones para 2020 rondarán los USD 3.0 millones y serán destinados a mejoramientos puntuales de ciertos edificios y depósitos. Para adelante las inversiones por mantenimiento seguirían manteniéndose en torno a USD 3 millones.

Inversiones de Capital



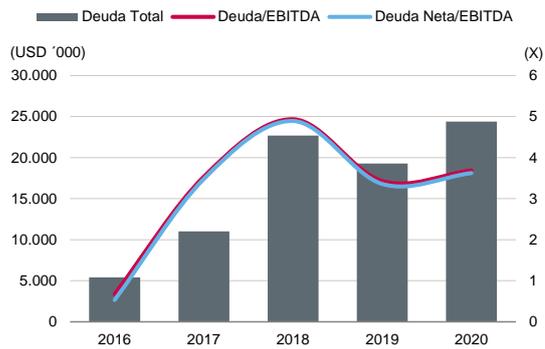
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

FIX espera que para sept'2021 el flujo de fondos libre resulte negativo en aprox. USD 3 millones como consecuencia de una distribución de dividendos por USD 5.4 millones e inversiones por USD 3 millones, a pesar de un flujo estable de caja operativo de entre USD 6-7 millones. A partir del año fiscal 2022 FIX espera que la compañía logre un flujo de fondos positivo cercano a USD 1 millón, dependiendo de los niveles de inversiones y pagos de dividendos.

Liquidez y estructura de capital

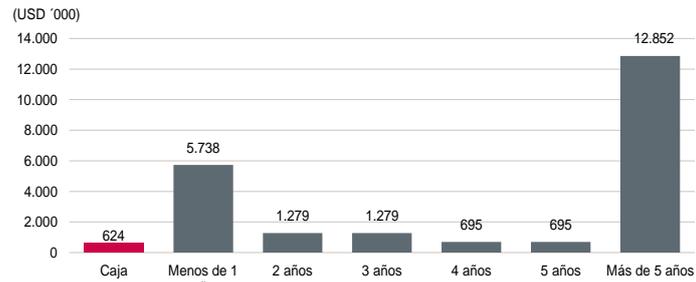
A septiembre 2020 la deuda financiera resultó en USD 24.3 millones con un ratio de deuda/EBITDA de 2.5x, el cual asciende a 3.7x teniendo en cuenta a la deuda fuera de balance. El mismo se encuentra compuesto por préstamos bancarios amortizables con los bancos locales ITAU, BROU, BBVA y la primer serie de ON por USD 11.5 millones. FIX estima que el ratio deuda/EBITDA irá reduciéndose gradualmente durante los siguientes ejercicios, pudiendo cumplir con las condiciones de endeudamiento y cobertura estipulados en los términos y condiciones de las ON. FIX considera que el nivel de endeudamiento será levemente elevado mitigado por la buena estructura de vencimientos de deuda. El siguiente grafico muestra los vencimientos de capital en los próximos 5 años.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

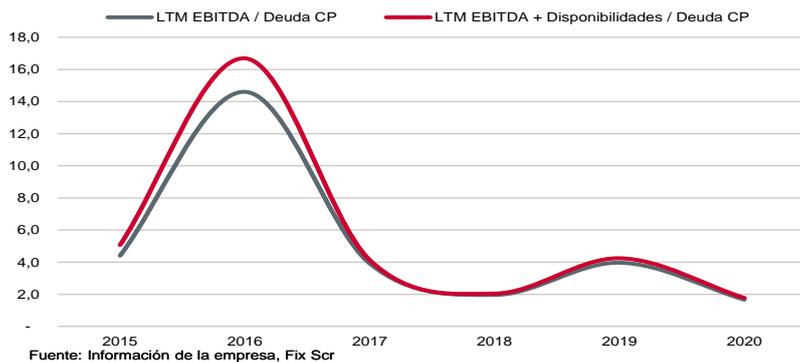
Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Zonamerica opera con una adecuada posición de liquidez. FIX espera que en los próximos años la liquidez se reduzca levemente por el crecimiento de deuda en el corto plazo derivada de la amortización de los préstamos bancarios, aunque mitigado por la renegociación con los bancos que le van a permitir a Zonamerica bajar los costos financieros de dichos préstamos.

Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

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

Capitalización

USD '000	Sep'20	
Deuda de Corto Plazo	5.738	6%
Deuda de Largo Plazo	18.636	21%
Otros	10.907	12%
Deuda Total Ajustada	35.282	39%
Total Patrimonio	55.366	61%
Total Capital Ajustado	90.648	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Zonamerica S.A

(miles de USD, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	2020	2019	2018	2017	2016	2015
	12 meses					
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	9.565	9.795	7.636	7.562	7.998	8.059
EBITDAR Operativo	9.565	9.795	7.636	7.562	7.998	8.059
Margen de EBITDA	33,3	32,0	24,5	24,7	27,6	26,7
Margen de EBITDAR	33,3	32,0	24,5	24,7	27,6	26,7
Retorno del Flujo / Capitalización Ajustada (%)	10,0	9,8	8,1	7,6	10,2	7,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	10,8	19,6	(12,2)	8,6	(6,3)	10,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	4,5	4,8	0,9	5,2	6,0	1,4
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,7	6,3	5,2	11,3	26,0	19,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,1	7,1	5,4	12,9	32,2	26,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	7,1	7,1	5,4	12,9	32,2	26,5
EBITDA / Servicio de Deuda	1,4	2,5	1,4	3,0	10,0	3,8
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,4	2,5	1,4	3,0	10,0	3,8
FGO / Cargos Fijos	6,7	6,3	5,2	11,3	26,0	19,8
FFL / Servicio de Deuda	0,6	1,9	(0,5)	1,3	(2,0)	1,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,7	2,1	(0,4)	1,4	(0,5)	2,2
FCO / Inversiones de Capital	2,2	4,5	1,5	2,0	1,1	2,0
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,9	3,9	5,2	4,0	0,8	0,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,0	4,9	3,5	0,7	0,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	1,9	2,9	1,4	0,5	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,7	3,4	4,9	3,5	0,7	0,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,6	3,4	4,9	3,5	0,5	0,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,8	11,1	6,3	7,2	5,0	5,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	23,5	12,8	17,1	17,5	10,1	40,8
Balance						
Total Activos	90.679	86.012	87.699	84.530	75.879	88.433
Caja e Inversiones Corrientes	624	686	331	413	1.142	1.217
Deuda Corto Plazo	5.738	2.469	3.888	1.930	548	1.827
Deuda Largo Plazo	18.636	16.812	18.794	9.096	4.850	2.655
Deuda Total	24.374	19.281	22.682	11.026	5.398	4.482
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	24.374	19.281	22.682	11.026	5.398	4.482
Deuda Fuera de Balance	10.907	14.300	15.000	15.700	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	35.282	33.581	37.682	26.726	5.398	4.482
Total Patrimonio	55.366	55.161	52.943	60.809	57.740	71.145
Total Capital Ajustado	90.648	88.742	90.625	87.535	63.137	75.628
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	7.732	7.336	5.914	6.075	6.208	5.701
Variación del Capital de Trabajo	(2.023)	392	(1.198)	(719)	(321)	427
Flujo de Caja Operativo (FCO)	5.710	7.728	4.717	5.356	5.887	6.128
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.609)	(1.719)	(3.091)	(2.723)	(5.294)	(3.054)
Dividendos	0	0	(5.427)	0	(2.411)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	3.101	6.009	(3.802)	2.633	(1.818)	3.073
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	27	502	262	0	850	0
Otras Inversiones, Neto	(644)	427	(494)	0	8	0
Variación Neta de Deuda	5.160	(3.445)	11.252	5.396	873	(1.797)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(7.707)	(3.137)	(7.300)	(8.758)	12	(405)
Variación de Caja	(62)	355	(82)	(729)	(75)	871
Estado de Resultados						
Ventas Netas	28.712	30.648	31.140	30.617	28.976	30.156
Variación de Ventas (%)	(6,3)	5,8	1,7	5,7	(3,9)	2,7
EBIT Operativo	6.050	6.418	4.120	4.348	5.027	5.352
Intereses Financieros Brutos	1.346	1.375	1.401	587	249	304
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	2.489	2.641	486	3.070	3.867	980

Anexo II - Glosario

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

Anexo III – Características del Instrumento

Obligación Negociable Serie I	
Monto Autorizado:	USD 11 millones
Monto Emisión:	USD 11 millones
Moneda de Emisión:	Dólares
Fecha de Emisión:	11/3/2017
Fecha de Vencimiento:	3/11/2029
Amortización de Capital:	6 cuotas anuales y consecutivas a partir del 7mo año
Intereses:	LIBOR 180 días + 4% con un máximo de 7,25% y un mínimo de 6% anual.
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestral
Destino de los fondos:	Distribución de dividendos a Zonamerica Ltd. por hasta USD 8,0 millones y el resto para inversiones del grupo.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	No se podrá realizar antes del 4to. año desde la fecha de emisión. Entre el 4to y 5to año se pagará el 2.5% del capital rescatado. Durante el 6to. año se pagará el 2%, el 7mo. año el 1.5% y a partir del 8vo. año el 1%.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	
Ratio de Endeudamiento Máximo:	<ul style="list-style-type: none"> • Para los primeros tres años Deuda / EBITDA \leq 4.5x • A partir del 4to. año Deuda/EBITDA \leq 4.0x
Cobertura de Intereses Mínima:	• EBTIDA/Servicio de Deuda \geq 1.3x
Ratio Deuda Financiera/Activos:	<ul style="list-style-type: none"> • Deuda Financiera / Activos \leq 50% • Solamente se podrán distribuir dividendos si se cumplen con los covenants después de haber realizado la distribución de dividendos.
Dividendos:	
Venta de activos restringido:	N/A
Restricciones de Endeudamiento:	• Deuda Financiera / Activos \leq 50%
Limitación de Deuda Garantizada:	N/A
Pagos Restringidos:	N/A
Otros:	
Cross-Default:	Genera la cancelación anticipada a partir del default con otras deudas de la compañía a partir de U\$S 450.000 o su equivalente en otras monedas.
Cambio de Control:	generará una cancelación anticipada con un cambio de control igual o superior al 50%.
Restricciones CAPEX:	N/A
Caja Mínima:	N/A

Anexo IV - Dictamen de calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **29 de Enero de 2021**, confirmó en la **Categoría A-(uy)** a la calificación de emisor de largo plazo de **Zonamerica S.A.** y a la calificación de las **Obligaciones Negociables Serie I** por hasta U\$S 11 millones.

Las calificaciones cuentan con **Perspectiva Estable**.

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

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

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

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

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

Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Fuentes

- Estados Contables Generales auditados anuales hasta el 30/09/2020.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & Touche ZF Ltda.
- Información de gestión suministrada por la compañía.



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 la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA, 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 SA 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 SA (www.fixscr.com)

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.