

San Roque S.A.

Informe Integral

Calificaciones

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

Perspectiva

Calificaciones de Largo Plazo	Estable
-------------------------------	---------

Resumen Financiero

Consolidado 30/09/2018 31/12/2017

(\$ miles)	LTM	12 meses
Total Activos	809.462	807.957
Deuda Financiera	303.313	277.037
Ingresos	1.408.912	1.325.804
EBITDA	94.580	110.202
EBITDA (%)	6,7	8,3
Deuda Total / EBITDA	3,2	2,5
Deuda Neta Total / EBITDA	3,1	2,4
EBITDA / Intereses	3,9	4,4

FIX: FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A.

Criterios relacionados

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

Analistas

Analista Principal:

Natalia Burcez

Analista

(+54 11) 5235 - 8133

natalia.burcez@fixscr.com

Analista Secundario:

Gabriela Curutchet

Director Asociado

(+54 11) 5235 - 8122

gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector:

Cecilia Miguillón

Director Senior

(+54 11) 5235 - 8123

cecilia.miguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Flujo operativo estable: San Roque opera en una industria madura y regulada en el segmento farmacia que le permite tener flujos operativos estables y previsibles. El 60% de los ingresos provienen del segmento no regulado de perfumería en el cual opera con una posición dominante. El 40% restante proviene de las ventas en farmacia. La compañía posee como principal activo contratos de exclusividad con shoppings, con una presencia del 90%, que le otorgan una rentabilidad superior al resto de los locales. Hacia adelante, FIX SCR (Afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX- prevé que el flujo de fondos operativo continúe siendo positivo y poco volátil con márgenes cercanos al 8% en línea con los márgenes históricos.

Oportunidad de crecimiento: La limitación al crecimiento hasta un 10% de la cantidad de farmacias habilitadas en el Uruguay, dejan un espacio de crecimiento muy importante para San Roque y a su vez limita al principal jugador de la industria, Farmashop que se encuentra más cerca del límite permitido. Además, el poder de negociación de las cadenas más grandes sobre las distribuidoras y laboratorios limita el crecimiento de las farmacias pequeñas que poseen menor rentabilidad.

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 nuevas farmacias más pequeñas con la denominación Practifarma, en los locales de los supermercados TATA, aprovechando las sinergias de demanda y costos. La compañía planea financiar su crecimiento a través de la generación de flujo, endeudamiento o aportes de capital. Si bien San Roque no cuenta con una política de dividendos específica, el monto a distribuir sería 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 de la ON emitida 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 crecimiento en la deuda por encima de lo anticipado para financiar inversiones de capital más agresivas, podría presionar la calificación a la baja.

Liquidez y Estructura de Capital

Elevado apalancamiento con ajustada liquidez: A septiembre 2018 San Roque mantenía deuda por UY\$ 303 millones, exhibiendo durante los últimos doce meses un ratio de deuda a EBITDA de 3.2x con cobertura de intereses de 3.9x. La posición de caja y equivalentes a septiembre 2018 era de UY\$ 11,3 millones y cubría sólo el 11% de la deuda de corto plazo. La primera amortización de capital será en junio 2019, FIX estima que la compañía contará con acceso al mercado financiero para poder refinanciar ese vencimiento.

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 diciembre 2017 el grupo de Narváez adquirió el 50% de la compañía a Ronaldo Strazzolini (45%) y a Hernán Pepa (5%), incrementando su participación al 100%.

Operaciones

San Roque cuenta con una red de 45 locales, y es el segundo jugador en importancia en Uruguay, luego de Farmashop (98 sucursales). La empresa cuenta con una extensa red de puntos de venta en Montevideo y zona metropolitana (19 locales) y en el interior del país (26 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 que incluyen siempre una cláusula de exclusividad en el rubro de farmacia. Asimismo, la compañía planea expandirse 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.

Unidades de Negocio

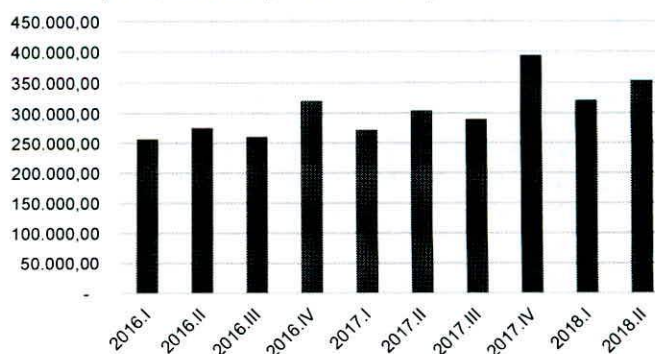
La empresa cuenta con dos grandes líneas de negocio, la Perfumería y la Farmacia, que representan aproximadamente un 60% y un 40% del negocio respectivamente. El negocio de farmacia está fuertemente regulado, depende de la licencia para operar del Ministerio de Salud Pública

En el negocio de perfumería existen dos segmentos, por un lado el negocio de perfumería propiamente dicho, en el cual San Roque es líder en Uruguay. Las marcas internacionales construyen su imagen en el mercado local a través de la empresa, alquilando espacios especiales, por ejemplo para el lanzamiento de los productos nuevos al mercado. 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. Por otro lado el segmento de conveniencia, que si bien cuenta con menores márgenes y mucha competencia proveniente de supermercados y almacenes, se caracteriza por su elevada rotación.

Estacionalidad

La demanda es estacional experimentándose picos de venta en los meses de mayo y diciembre, que generan mayores necesidades de capital de trabajo en las semanas previas a dichas fechas.

Ventas por trimestre (Miles de \$UY)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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.

Administración y calidad de los accionistas

Desde 2018 las acciones de San Roque S.A. son propiedad de Bellinger International S.A. (50%) y de Culzel S.A. (50%) En ambos casos el accionista mayoritario de las compañías es Francisco De Nárvaez. Además el grupo De Nárvaez es accionista de otras compañías uruguayas como Supermercados TATA, Multiahorro y Rapsodia.

Los balances están auditados por Deloitte S.C. y se rigen por las Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF").

Riesgos del sector

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.

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.

Factores de Riesgo

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.

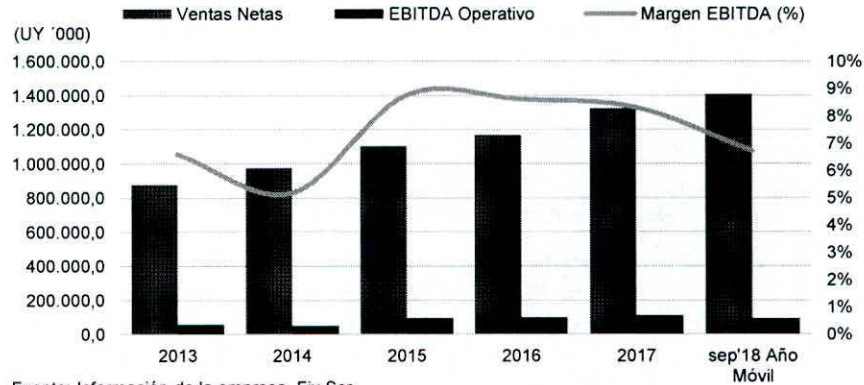
Perfil Financiero

Rentabilidad

Al año móvil de septiembre 2018 la compañía detentó ventas por UY\$ 1.408 millones que comparan positivamente contra diciembre 2017, con un incremento nominal del 6%. Esto se ve explicado por una suba en precio del ticket promedio, que ascendió en los últimos doce meses a septiembre 2018 a \$408 que comparan contra \$387 a diciembre 2017 y en la cantidad de promedios por sucursal que alcanzó los 6.483 tickets por mes (a diciembre 2017 eran de 6.216). El EBITDA durante los últimos doce meses fue de UY\$ 94 millones con un margen de 6,7% mientras que en diciembre 2017 fue de UY\$110 millones con un margen de 6,3%.

Hacia delante, prevemos un margen de EBITDA estable en torno al 8%, con un nivel de ventas estable en términos reales 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, Fix Scr

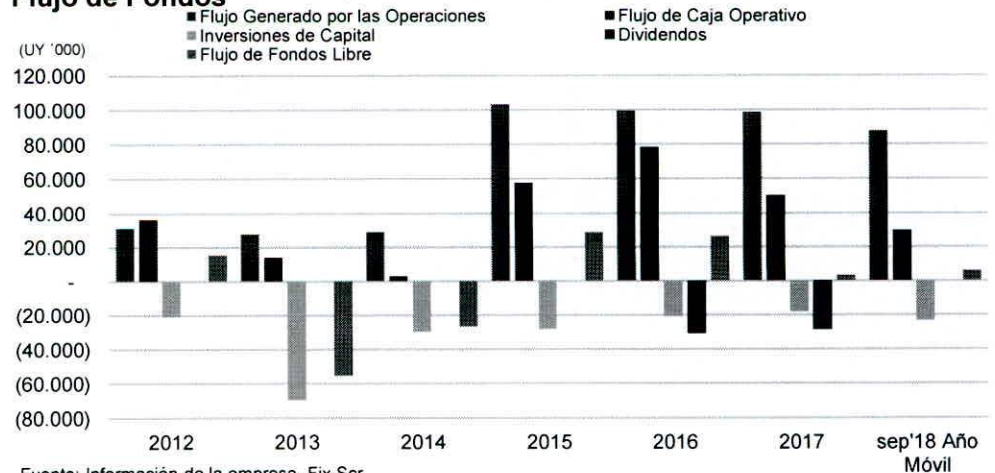
Flujo de fondos

San Roque ha demostrado una sólida generación de fondos operativa, alcanzando durante los últimos doce meses a septiembre 2018 un Flujo Generado por Operaciones (FGO) de UY\$ 87,7 millones. En este sentido, se muestra una tendencia positiva y creciente en los últimos años. La variación del capital de trabajo al mismo periodo fue de UY\$ 58 millones negativa producto principalmente por cancelación de deudas comerciales. Luego de las inversiones de capital realizadas que alcanzaron los UY\$ 23 millones el Flujo de Fondos Libre (FFL) fue de UY\$ 6.1 millones positivos.

Adicionalmente, la estrategia comercial implementada por San Roque, permitió disminuir los días de inventario, en comparación al cierre de ejercicio 2017. Por lo cual, FIX no prevé que las necesidades de capital de trabajo sean un factor importante del flujo de fondos y espera que, dado el plan de inversiones y apertura de nuevas sucursales, el nivel de inversiones de capital aumente, presionando el flujo libre en los próximos ejercicios.

Los términos y condiciones de las ON emitidas por la compañía imponen limitaciones laxas y progresivas a la distribución de dividendos: 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 preveen distribución de dividendos en los próximos años, pese a esto, la compañía sostiene que esta será una variable de ajuste. En este sentido, FIX estima que San Roque será algo agresivo en relación a este punto.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía presenta moderados ratios de endeudamiento. A septiembre de 2018 la deuda total era de UY\$ 303 millones, concentrada un 33% en el corto plazo (UY\$ 100,7 millones) y el resto en el largo plazo. Teniendo en cuenta los últimos doce meses a septiembre 2018 presenta una relación de deuda a EBITDA de 3.2x y una cobertura de intereses de 3.9x, en línea con los registros históricos. FIX incluye en el concepto de deuda ajustada el valor de los arrendamientos como deuda contingente, de esta manera la deuda ajustada alcanza los UY\$ 1.007 millones durante los nueve meses transcurridos en el ejercicio en curso.

La deuda de San Roque a la fecha se compone por 4 préstamos bancarios y las ON emitidas en 2016. La compañía emitió la ON Serie 1 por un monto de UI 56,6 millones. Los intereses y amortizaciones serán cancelados en pesos uruguayos equivalentes a la cantidad de Unidades Indexadas (UI) multiplicada por la cotización de la misma a la fecha de pago, evitando de esta forma el riesgo de descalce de moneda. La primera amortización de capital es en junio 2019 por UI 11,3 millones que equivalen a UY\$ 45 millones según cotización a septiembre 2018. FIX estima que la compañía cuenta con acceso a refinanciar este vencimiento, ya que cuenta con un buen acceso al mercado.

Capitalización

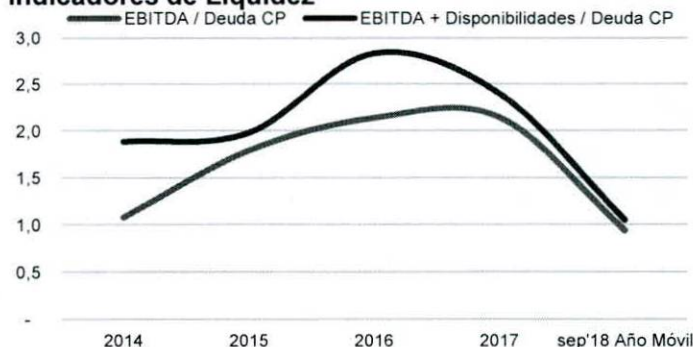
UY '000

Deuda de Corto Plazo	100.773	9%
Deuda de Largo Plazo	202.540	18%
Otros	704.623	61%
Deuda Total Ajustada	1.007.936	88%
Total Patrimonio	138.277	12%
Total Capital Ajustado	1.146.213	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La liquidez de la compañía es ajustada, la posición de caja y equivalentes a septiembre 2018 era de UY\$ 11,3 millones y cubría sólo el 11% de la deuda de corto plazo.

Indicadores de Liquidez



Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía presenta un buen 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, como descuentos comerciales.

San Roque se caracteriza por tener una liquidez acotada. A septiembre 2018 la posición de caja y equivalentes alcanzaba los UY\$ 11 millones y sólo cubría el 11% de la deuda de corto plazo.

Anexo I - Resumen Financiero

Resumen Financiero - San Roque S.A.

(miles de UY, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio UY/USD al Final del Periodo

Tipo de Cambio Promedio

Periodo

	junio						
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio UY/USD al Final del Periodo	31,47	30,47	31,47	29,26	30,58	21,42	19,28
Tipo de Cambio Promedio	29,12	28,12	29,30	30,08	30,27	10,46	20,43
Periodo	Año Móvil	sep-18	jun-18	2017	2016	2015	2014
	12 meses	9 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
		88.129,23		-14%			
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	94.580	66.097	44.469	110.202	100.554	96.760	50.473
EBITDAR Operativo	193.126	141.592	92.147	196.264	172.328	159.714	99.853
Margen de EBITDA	6,7	6,3	6,3	8,3	8,6	8,8	5,2
Margen de EBITDAR	13,7	13,6	13,1	14,8	14,7	14,5	10,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18,4	11,0	9,1	20,7	21,3	24,9	14,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,4	(1,7)	(0,0)	0,2	2,3	2,6	(2,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	23,6	4,2	7,1	39,2	19,6	32,2	(4,0)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	4,6	2,8	4,7	4,9	6,1	7,8	4,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,9	3,7	4,1	4,4	5,2	6,4	5,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	1,6	1,5	1,6	1,8	1,9	2,0	1,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,6	0,4	1,4	1,5	1,4	0,9
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,5	1,2	0,9	2,6	2,6	2,3	1,8
FGO / Cargos Fijos	4,6	2,8	4,7	4,9	6,1	7,8	4,2
FFL / Servicio de Deuda	0,2	(0,0)	0,2	0,4	0,7	0,6	(0,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	0,1	0,3	0,5	1,2	0,8	0,4
FCO / Inversiones de Capital	1,3	(1,0)	0,9	2,7	3,7	2,0	0,1

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	4,8	6,0	4,8	4,2	4,1	3,3	6,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,2	3,4	3,1	2,5	2,8	1,7	3,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,1	3,3	3,0	2,4	2,5	1,6	2,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	10,7	5,3	5,1	4,5	4,5	3,8	5,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	10,5	5,3	5,1	4,4	4,4	3,7	4,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,4	8,2	7,8	9,0	6,7	8,9	5,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	33,2	33,2	33,3	18,6	16,8	33,2	26,5

Balance

Total Activos	809.462	809.462	768.621	807.957	748.669	639.983	586.420
Caja e Inversiones Corrientes	11.306	11.306	9.611	13.172	32.736	10.217	37.733
Deuda Corto Plazo	100.773	100.773	92.076	51.406	47.067	54.119	46.851
Deuda Largo Plazo	202.540	202.540	184.191	225.632	233.581	108.805	129.886
Deuda Total	303.313	303.313	276.267	277.037	280.648	162.924	176.737
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	303.313	303.313	276.267	277.037	280.648	162.924	176.737
Deuda Fuera de Balance	704.623	704.623	667.497	602.429	502.422	440.680	345.665
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.007.936	1.007.936	943.764	879.467	783.070	603.604	522.402
Total Patrimonio	138.277	138.277	138.804	133.971	115.008	125.335	90.544
Total Capital Ajustado	1.146.213	1.146.213	1.082.568	1.013.438	898.078	728.939	612.946

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	87.738	32.766	40.398	98.576	99.603	103.304	29.069
Variación del Capital de Trabajo	(57.982)	(41.922)	(36.399)	(48.143)	(21.271)	(45.773)	(26.270)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	29.756	(9.156)	3.999	50.432	78.332	57.531	2.799
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	(1)	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(23.617)	(8.903)	(4.347)	(18.473)	(21.135)	(28.655)	(29.579)
Dividendos	0	0	0	(28.685)	(30.846)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	6.139	(18.060)	(348)	3.275	26.351	28.876	(26.780)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	9.551	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	5.645	19.349	17.102	12.875	(73.555)	(11.191)	0
Variación Neta de Deuda	(12.178)	(8.002)	(19.342)	(52.842)	56.436	(45.288)	8.458
Variación de Caja	9.158	(6.713)	(2.589)	(36.693)	9.231	(27.602)	(18.321)

Estado de Resultados

				6%			
Ventas Netas	1.408.912	1.042.780	703.284	1.325.804	1.168.378	1.104.363	975.178
Variación de Ventas (%)	13,6	(21,3)	10,6	108,4	38,3	13,2	11,1
EBIT Operativo	66.538	44.333	30.806	86.554	80.338	77.505	38.129
Intereses Financieros Brutos	24.531	17.946	10.804	25.021	19.493	15.117	9.147
Alquileres	98.546	75.495	47.678	86.061	71.775	62.954	49.381
Resultado Neto	32.678	4.306	4.833	48.860	20.519	34.791	(4.129)

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.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings)
- LTM: Últimos doce meses

Anexo III - Características de los Instrumentos

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 fideicomitado 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 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.

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 (iii) 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.

Ratios de Cobertura	Mínimo	Promedio	Máximo
Flujo estimado base	2,2x	8,6x	25,4x
Flujo estimado estresado	2,1x	8,1x	23,2x

Anexo IV - Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 28 de noviembre 2018, confirmó* en la Categoría BBB(uy) la calificación de emisor de San Roque S.A.

Asimismo el mencionado consejo confirmó* en la categoría BBB+(uy) la calificación de la ON Serie 1 garantizada.

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.

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.

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)".

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.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un periodo de uno a dos años. 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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

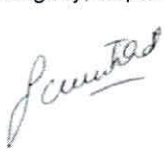
Fuente de información

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información de carácter privado:

- Información de gestión suministrada por la compañía
- Balances generales auditados al 30 de septiembre 2018. Auditor externo del último balance anual y trimestral: Deloitte.

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


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 S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) —en adelante FIX SCR S.A. o la calificador—, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO 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.

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 la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR 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 independientes 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 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 S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR 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 afirmó 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 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 S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, 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 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 S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR 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 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.