

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	30/09/2019	31/12/2018
(\$ miles)	Año móvil	12 meses
Total Activos	969.990	872.472
Deuda Financiera	433.128	277.878
Ingresos	1.766.882	1.544.850
EBITDA	158.035	113.995
EBITDA (%)	8,9	7,4
Deuda Total / EBITDA	2,7	2,4
Deuda Neta Total / EBITDA	2,7	2,3
EBITDA / Intereses	5,5	4,3

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 Minguillón
Director Senior
(+54 11) 5235 - 8123
cecilia.minguillon@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 (80% del mercado). 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 EBITDA cercanos al 8% en línea con los márgenes históricos.

Oportunidad de crecimiento: La estrategia del management para los próximos años se basa en el crecimiento sostenido de sucursales, adquiriendo locales en funcionamiento o abriendo nuevas farmacias, todas bajo la marca San Roque. La limitación al crecimiento hasta un 10% de la cantidad de farmacias habilitadas en Uruguay, dejan un espacio de crecimiento muy importante para San Roque y a su vez limita al principal jugador de la industria. La compañía planea financiar su crecimiento a través de flujo (aproximadamente 67%) y con endeudamiento incremental (aproximadamente 33%). A pesar de este crecimiento los ratios de endeudamiento se mantendrán en torno a 2,5x.

ON Garantizada: La ON Serie 1, se encuentra garantizada 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 ambas ONs 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

Moderado apalancamiento con ajustada liquidez: FIX considera que la compañía presenta moderados ratios de endeudamiento. La relación de deuda con EBITDA a septiembre 2019 era de 2,7x con coberturas de intereses de 5,5x, levemente por encima de los niveles históricos que se encuentra en torno a 5,1x. A la misma fecha la deuda total era de UY\$ 433 millones, concentrada un 51,5% en el corto plazo (UY\$ 223 millones) y el resto en el largo plazo. El 65% de la deuda se encuentra garantizada. A partir de 2019 por los cambios implementados en la NIIF 16, se incluye dentro de la deuda financiera los arrendamientos correspondientes al saldo a pagar en concepto de alquileres de las sucursales. Esto representó a septiembre 2019, el arrendamiento financiero representó un 25% de la deuda financiera total. FIX considera que esto no tiene un impacto crediticio negativo.

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 Bellinger International S.A., incrementando su participación al 100%.

Operaciones

San Roque cuenta con una red de 48 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 (20 locales) y en el interior del país (28 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.

FIX considera que la compañía posee una atomización de proveedores, ya que los primeros 10 representan el 33% del total.

Unidades de Negocio

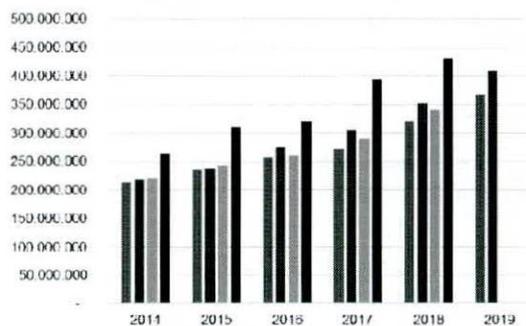
La empresa cuenta con dos grandes líneas de negocio, la perfumería y la farmacia, que representan aproximadamente un 60% y un 40% del negocio respectivamente. El negocio de farmacia está fuertemente regulado, depende de la licencia para operar del Ministerio de Salud Pública.

En el negocio de perfumería 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 ofrece pocas oportunidades de crecimiento.

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 Trimestrales en UY\$'000



Fuente: FIX SCR. En base a información de gestión.

Regulación

El segmento de Farmacia se encuentra regulado. Por un lado, necesita la autorización del Ministerio de Salud para operar cada sucursal y por el otro, desde 2016 se encuentra vigente el Decreto 96/016 (que derogó al Decreto 369/013). Este Decreto ha 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.

Actualmente el total de farmacias habilitadas en el país se encuentra en torno a las 1.000, por lo que San Roque posee un margen de crecimiento, a diferencia de su principal competidor que se encuentra casi en el límite. En base a esto, la estrategia de la compañía en los próximos años es abrir nuevas sucursales en puntos estratégicos, posicionando la marca en el mercado. La inversión total estimada es de USD 5 millones.

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. San Roque pertenece al Grupo De Narváez, pero no hay operaciones intercompany, y no hay vínculo legal, más que los mismos socios.

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

A octubre 2019 Uruguay detentó una inflación acumulada de 8,34%, por encima de la esperada de 5,5%±2pp con una caída en el nivel de actividad en torno a 0,05%. Hacia adelante esperamos que al cierre del año el nivel de actividad se encuentre cercano al 0,5%. No obstante, el sector de farmacia no presenta un fuerte impacto negativo por ser productos de primera necesidad.

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, mientras que limita a los grandes jugadores, principalmente a Pharmashop que ya alcanzó el límite de sucursales permitido.

Perfil Financiero

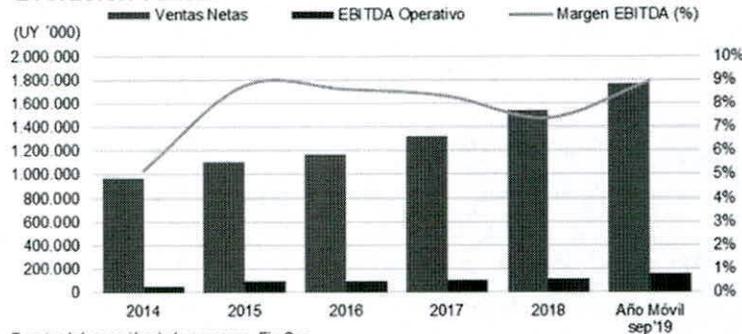
Rentabilidad

Durante los últimos doce meses a septiembre 2019 la compañía detentó ventas por UY\$ 1.766 millones con un EBITDA de UY\$158 millones que comparan positivamente con el mismo periodo del año anterior, con un incremento interanual real del 15,7% y 54,2% respectivamente. Esto se explica por una suba en el precio del ticket promedio, entorno a UY\$370 que compara contra UY\$ 350 en diciembre 2018.

A partir de 2019, tras la aplicación de las NIIF 15 y 16, el resultado neto de la compañía se vio afectado por aproximadamente UY\$ 20 millones, sin embargo FIX considera que esto no tiene impacto en la generación de flujos de la compañía.

Hacia adelante, preveemos un margen de EBITDA estable en torno al 8%, con un nivel de ventas por sucursales estable en términos reales dada la madurez del negocio, que crecerá en línea con la inflación. En los próximos 7 años, la compañía planea la apertura de nuevas sucursales, lo que le permitirá incrementar su presencia en el país y obtener un crecimiento inorgánico.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

San Roque ha demostrado una sólida generación de fondos operativa, alcanzando en los últimos doce meses a septiembre 2019 un Flujo Generado por Operaciones (FGO) de UY\$ 155,7 millones. En este sentido, se muestra una tendencia positiva y creciente en los últimos años. La variación del capital de trabajo fue de UY\$ 44,5 millones negativa en línea con los niveles históricos. Luego de las inversiones de capital realizadas que alcanzaron los UY\$ 23,3 millones el Flujo de Fondos Libre (FFL) fue de UY\$ 88 millones.

Los términos y condiciones de la ON Serie 2 a emitir por la compañía en diciembre imponen limitaciones laxas y progresivas a la distribución de dividendos. Si en los primeros dos años el ratio deuda neta / EBITDA fuera inferior a 2.5x, podrá distribuir dividendos hasta un máximo del 50% de los resultados acumulados. Si se encuentra por debajo de este mínimo, no podrá distribuir. Si en los próximos años se mantiene por debajo de 2,5x, podrá distribuir hasta el 60% del resultado neto.

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.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

FIX considera que la compañía presenta moderados ratios de endeudamiento. La relación de deuda con EBITDA a septiembre 2019 era de 2,7x con coberturas de intereses de 5,5x, levemente por encima de los niveles históricos que se encuentra en torno a 5,1x.

A septiembre 2019 la deuda total era de UY\$ 433 millones, concentrada un 51,5% en el corto plazo (UY\$ 223 millones) y el resto en el largo plazo. A partir de 2019 por los cambios implementados en la NIIF 16, se incluye dentro de la deuda financiera los arrendamientos correspondientes al saldo a pagar en concepto de alquileres de las sucursales. Esto representó a septiembre 2019, el arrendamiento financiero representó un 25% de la deuda financiera total. FIX considera que esto no tiene un impacto crediticio negativo.

Durante los próximos meses, la compañía planea emitir la ON Serie II por hasta UI 125 millones con amortización de capital semestral a partir del séptimo año con tasa del 6,75%. El monto emitido será destinado para el rescate anticipado de las ON Serie 1, las sumas excedentes serán destinadas a inversiones en mejoras de sucursales y nuevas aperturas en el rubro de farmacias. FIX considera que la emisión de la ON mejorará el perfil de vencimientos de la compañía.

Capitalización - Sep'19

UY'000

Deuda de Corto Plazo	223.010	18%
Deuda de Largo Plazo	210.118	17%
Otros	704.623	56%
Deuda Total Ajustada	1.137.751	90%
Total Patrimonio	124.923	10%
Total Capital Ajustado	1.262.674	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

FIX considera que la liquidez de la compañía es ajustada. A septiembre 2019 la posición de caja y equivalentes alcanzaba los UY\$ 11,8 millones y sólo cubría el 5% de la deuda de corto plazo. No obstante, esto se encuentra mitigado por el demostrado acceso a los mercados de crédito y los distintos convenios comerciales firmados (incluyendo descuentos comerciales).

Liquidez - San Roque S.A.

UY'000

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Año Móvil sep'19
EBITDA Operativo	57.891	50.473	96.760	100.554	110.202	113.995	158.035
Caja e Inversiones Corrientes	79.100	37.733	10.217	32.736	13.172	15.720	11.867
Deuda Corto Plazo	76.274	46.851	54.119	47.067	51.406	76.461	223.010
Deuda Largo Plazo	82.956	129.886	108.805	233.581	225.632	201.416	210.118

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	0,8	1,1	1,8	2,1	2,1	1,5	0,7
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,8	1,9	2,0	2,8	2,4	1,7	0,8
Deuda Total / LTM EBITDA	2,8	3,5	1,7	2,8	2,5	2,4	2,7

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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.

Anexo I - Resumen Financiero

Resumen Financiero - San Roque S.A.

(miles de UY, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio UY/USD al Final del Periodo	36,94	36,94	32,41	29,26	30,58	21,42
Tipo de Cambio Promedio	34,03	34,52	30,75	30,08	30,27	10,46
Periodo	Año Móvil	sep-19	2018	2017	2016	2015
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	158.035	110.138	113.995	110.202	100.554	96.760
EBITDAR Operativo	186.315	110.138	217.769	196.264	172.328	159.714
Margen de EBITDA	8,9	8,7	7,4	8,3	8,6	8,8
Margen de EBITDAR	10,5	8,7	14,1	14,8	14,7	14,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	38,2	21,0	19,2	20,7	21,3	24,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	5,0	2,4	2,6	0,2	2,3	2,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(10,7)	(25,5)	12,5	39,2	19,6	32,2
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,4	5,8	4,4	4,9	6,1	7,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,5	5,5	4,3	4,4	5,2	6,4
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	3,3	5,5	1,7	1,8	1,9	2,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,5	1,1	1,4	1,5	1,4
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,7	0,5	2,1	2,6	2,6	2,3
FGO / Cargos Fijos	6,4	5,8	4,4	4,9	6,1	7,8
FFL / Servicio de Deuda	0,5	0,3	0,6	0,4	0,7	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	0,3	0,8	0,5	1,2	0,8
FCO / Inversiones de Capital	4,8	2,3	5,8	2,7	3,7	2,0
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,0	2,8	4,5	4,2	4,1	3,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,7	2,9	2,4	2,5	2,8	1,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,7	2,9	2,3	2,4	2,5	1,6
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,7	2,9	4,6	4,5	4,5	3,8
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	2,7	2,9	4,5	4,4	4,4	3,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,8	7,5	9,6	9,0	6,7	8,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	51,5	51,5	27,5	18,6	16,8	33,2
Balance						
Total Activos	969.990	969.990	872.472	807.957	748.669	639.983
Caja e Inversiones Corrientes	11.867	11.867	15.720	13.172	32.736	10.217
Deuda Corto Plazo	223.010	223.010	76.461	51.408	47.067	54.119
Deuda Largo Plazo	210.118	210.118	201.416	225.632	233.581	108.805
Deuda Total	433.128	433.128	277.878	277.037	280.648	162.924
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	433.128	433.128	277.878	277.037	280.648	162.924
Deuda Fuera de Balance	0	0	726.422	602.429	502.422	440.680
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	433.128	433.128	1.004.300	879.467	783.070	603.604
Total Patrimonio	124.923	124.923	151.298	133.971	115.008	125.335
Total Capital Ajustado	558.051	558.051	1.155.599	1.013.438	898.078	728.939
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	155.745	96.984	91.527	98.576	99.603	103.304
Variación del Capital de Trabajo	(44.513)	(43.157)	(43.278)	(48.143)	(21.271)	(45.773)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	111.232	53.826	48.250	50.432	78.332	57.531
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(23.263)	(23.853)	(8.313)	(18.473)	(21.135)	(28.655)
Dividendos	0	0	0	(28.685)	(30.846)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	87.969	29.972	39.936	3.275	26.351	28.876
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(18.861)	(9.550)	10.038	12.875	(73.555)	(11.191)
Variación Neta de Deuda	(86.602)	(49.300)	(45.304)	(52.842)	56.436	(45.288)
Variación de Caja	(17.495)	(28.878)	4.670	(36.693)	9.231	(27.602)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.766.882	1.264.811	1.544.850	1.325.804	1.168.378	1.104.363
Variación de Ventas (%)	25,4	21,3	16,5	13,5	5,8	13,2
EBIT Operativo	85.572	47.135	82.769	86.554	80.338	77.505
Intereses Financieros Brutos	28.902	20.112	26.737	25.021	19.493	15.117
Resultado Neto	(13.353)	(26.375)	17.327	48.880	20.519	34.791

(*) A partir de 2019 aplica la NIIF 15 y 16

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 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 periodo 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 (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.

De acuerdo al seguimiento del Fideicomiso en Garantía y los pagos a la ON Serie 1, se corrobora que los niveles de cobertura de servicios están acordes a los estimados en los escenarios (base y estresado), con un nivel mínimo de 6,6x durante el pago de intereses y 3,2x con el pago de capital e interés.

Ratios de Cobertura Estimados Originalmente	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 2019, 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 período 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

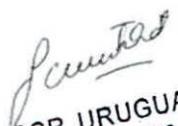
Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información de carácter privado:

- Información de gestión suministrada por la compañía
- Balances generales auditados al 30 de septiembre 2019. Auditor externo del último balance anual y trimestral: EY.

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 LIDER 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.