

Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

Factores relevantes de la Calificación

Suba de Calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – subió a BBB(uy) desde BBB-(uy) y asignó Perspectiva Estable a la calificación de Emisor de Largo Plazo de Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA) y de sus Obligaciones Negociables actualmente vigentes. La mejora en la calificación refleja la expectativa de normalización de sus negocios en torno a una generación de fondos anual entre USD 8 y 10 millones, con bajas necesidades de financiamiento adicional que le permitirían seguir con el proceso de desapalancamiento gradual asumiendo la continuidad de estrictas políticas de stock y un escenario macro y de precios internacionales estables. Lo anterior fue posible tras la culminación de un proceso de reestructuración implementado por ISUSA, desde 2019, que le permitió flexibilizar y reducir costos, acotar sus necesidades de financiar capital de trabajo de acuerdo a su nueva escala de ventas, aminorar la carga de intereses al cancelar deuda y poder reestablecer su situación patrimonial. Sin embargo, los fundamentos del negocio de fertilizantes siguen siendo volátiles como consecuencia de la dependencia de factores climáticos y a una elevada competencia, pérdida de competitividad por factores propios y macroeconómicos y a la madura demanda industrial en Uruguay.

Proceso de reestructuración operativo finalizado: Los ahorros de costos anuales por la reestructuración se estiman en USD 8,0 millones. FIX estima que para 2020-2024 los márgenes de rentabilidad rondarán el 10% y el EBITDA los USD 10 millones (vs 2% y USD 3 millones respectivamente en 2018). Durante 2019, la compañía llevó a cabo un ambicioso plan de reestructuración operativa que redujo su planta de empleado en un 20% y aplicó rebajas salariales a sus empleados con el pago de indemnizaciones y gastos de reestructuración por USD 2.5 millones. Adicionalmente, el plan incluyó la revisión del portafolio de productos comercializados en el segmento fertilizantes, el cual recuperó la rentabilidad positiva y le permite a ISUSA concentrarse en los productos de mayor rentabilidad haciendo un manejo más conservador del capital de trabajo, teniendo el costo de reducir su cuota de mercado en dicho segmento. Factores exógenos a la compañía como la evolución del tipo de cambio real del peso uruguayo repercute en el nivel de competencia en el sector fertilizantes y en la competitividad de la industria afectando la rentabilidad de ISUSA. En los primeros nueve meses de 2020 los ingresos de ISUSA se redujeron un -1.1% con respecto al mismo período del año anterior (principalmente por menores precios tanto en productos químicos como en fertilizantes todo esto a pesar de haber recuperado los volúmenes), mientras que por efectos de la reorganización y el margen EBITDA se expandió al 15% (versus 8.2% obtenido en los primeros tres trimestre de 2019).

Efectos de la Pandemia: Las actividades de ISUSA no han sido afectadas significativamente ni operativa ni en el nivel de actividad, por las consecuencias de la Pandemia (COVID-19), ya que las ventas de los fertilizantes son destinados al sector agrícola considerado esencial y los productos químicos en su mayor cuantía a la potabilización del agua y a la industria papelera, que tampoco vieron comprometidos su continuidad.

Nivel de endeudamiento acorde con su volatilidad: A sep'20 la deuda financiera se redujo a USD 34 millones desde los USD 69.5 millones acumulados a dic'18 y de los USD 37.1 millones a dic'19. Mostrando así un fuerte descenso en el endeudamiento, FIX considera que el mismo

Informe Integral

Calificaciones

| | |
|------------------------|---------|
| Emisor | BBB(uy) |
| ON II.1 por US\$ 12 MM | BBB(uy) |
| ON II.2 por US\$ 6 MM | BBB(uy) |

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

| Industria Sulfúrica S.A. | | |
|------------------------------|-----------------------|----------------------|
| Consolidado (USD miles) | 30/09/20 Año móvil | 31/12/19 12 meses |
| Total Activos | 117.185 | 117.146 |
| Deuda Financiera | 34.011 | 37.124 |
| Ingresos | 99.623 | 100.393 |
| EBITDA | 8.348 | 3.470 |
| EBITDA (%) | 8.4 | 3.5 |
| Deuda Total / EBITDA | 4.1 | 10.7 |
| Deuda Neta Total / EBITDA | 3.3 | 10.2 |
| EBITDA / Intereses | 3.7 | 1.0 |

Criterios Relacionados

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

Analistas



Analista Principal
 Candido Perez
 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

podría continuar reduciéndose en los próximos años hasta llegar a un apalancamiento en torno a 3.0x, acorde a la volatilidad de la industria donde opera y a los niveles de rentabilidad normalizados considerando la reducción en la escala de actividad de la compañía post reestructuración y un plan de negocios más conservador que conlleve a una menor financiación del capital de trabajo, tomando en cuenta la estacionalidad de su actividad. Los ratios de apalancamiento bruto resultaron a sep'20 en 4.1x que comparan positivamente contra los 10.7x obtenidos a dic'19 y los 22.7x en dic'18. De igual forma, la cobertura de intereses con EBITDA se recuperó a niveles de 3.7x mucho más holgadas que los registrados por la compañía, a dic'19 y dic'18 de 1.0x.

Recomposición de su posición competitiva: ISUSA es el único productor de superfosfato de calcio de Uruguay y el resto de los productos, al igual que la competencia, se importan o realizan localmente con mezclas. A raíz de la racionalización en su escala y al menor volumen de ventas se estima que ha perdido aproximadamente un 10% del mercado en el último año. En el presente ejercicio la compañía tiene el desafío de recomponer las operaciones con costos más bajos y a precios más competitivos, y mantener positivos los márgenes del segmento fertilizantes y químicos. Los efectos de la sequía podrían alterar la recomposición de las operaciones de fertilizantes durante lo que queda de 2020, desplazando parte de su demanda para el siguiente ejercicio. En la línea de productos químicos, ISUSA es el único productor nacional de ácido sulfúrico y goza de una ventaja competitiva natural dada por el alto componente de costo-flete.

Sensibilidad de la calificación

Los factores que en forma individual o conjunta podrían derivar en una suba de calificación son:

- Mayor nivel de consistencia en la generación de flujo libre de fondos (flujo operativo después de variación de capital de trabajo, inversiones y dividendos).
- Manejo consistente del apalancamiento (incluyendo inventarios y necesidades financieras en general) para mantener acotados los picos de necesidades de fondeo y no sobrepasar el ratio de endeudamiento de 3.0x.

Los factores que en forma individual o conjunta podrían derivar en una baja de calificación son:

- Flujo libre de fondos negativo en forma sostenida.
- Deuda total/EBITDA que pueda anticiparse por encima de 3.5x.
- Bajos niveles de liquidez (caja, generación de fondos libre y líneas bancarias disponibles).

Liquidez y estructura de capital

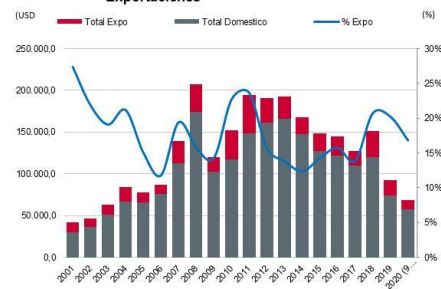
Adecuada Liquidez: La compañía opera actualmente con un adecuado nivel de liquidez como consecuencia de los beneficios en la reorganización (mayor rentabilidad y menor nivel de endeudamiento) y una política comercial y de abastecimiento más estricta que le permitía a sep'20 cubrir casi 2 veces los vencimientos financieros de corto plazo con EBITDA + caja. Las Obligaciones Negociables vigentes por USD 18 MM con vencimientos de capital desde dic'21 y hasta abr'23.

Perfil del negocio

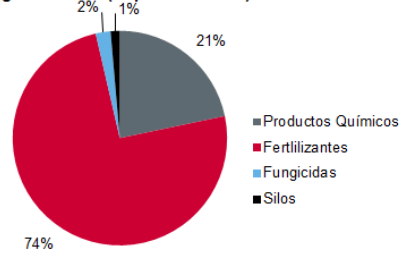
ISUSA es una sociedad anónima constituida en 1946 y tiene como actividad principal la fabricación y comercialización de fertilizantes y productos químicos. Es el único fabricante de fertilizantes en el Uruguay y el principal exportador a Paraguay y Argentina.

Las principales líneas de productos de ISUSA son fertilizantes y productos químicos, y otras de menor cuantía: fungicidas cúpricos (producidos en su empresa controlada Fanaproqui S.A.) y servicios asociados a sus plantas de silos.

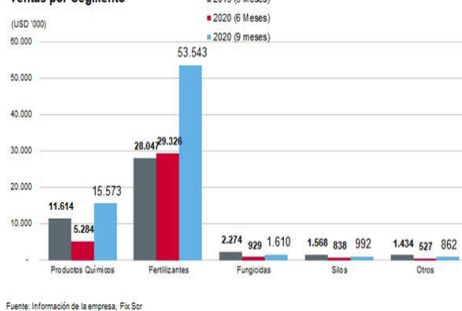
Evolución de Ventas: Mercado Domestico vs Exportaciones



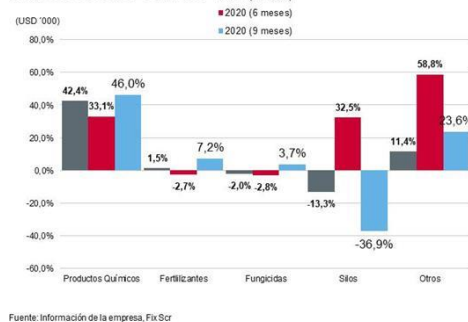
Ventas por segmento 2020 (Septiembre 2020)



Ventas por Segmento



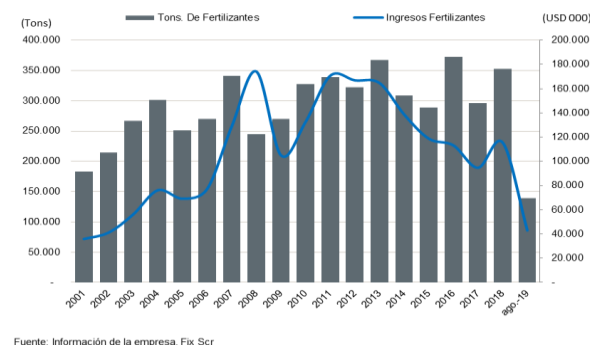
Margen EBITDA por Segmento



Fertilizantes (74% de las ventas a Septiembre'20)

En los últimos años la baja en los precios junto con la pérdida de competitividad derivada de una estructura sobre dimensionada y costos crecientes en pesos frente a un dólar que no acompañó dicha evolución, desembocaron en pérdidas para el segmento y EBITDA negativo. Con el fin de lograr fondos para el repago de la deuda, la compañía redujo sus ventas en jun'19 lo que permitió la disminución del capital de trabajo en USD 10 millones. Las ventas a Sep'20 crecieron en un 24% respecto a septiembre'19, con los volúmenes creciendo al 33% pero con un entorno más competitivo observando caídas de los precios en promedios del 7%. Tomando en cuenta un análisis anual, los fertilizantes tuvieron una caída en sus márgenes, sin embargo lograron revertir esta situación a Sep'20 llegando a un 7,2%. Los precios continúan su tendencia a la baja desde el año 2016, y reduciéndose en un 30% desde el año 2015. El sector tiene un 36% del total del EBITDA y se ha recuperado de una participación negativa respecto a Junio 2019.

Productos Fertilizantes: Toneladas e Ingresos



ISUSA es el único productor nacional de fertilizantes a través de materias primas importadas, donde tienen una importante presencia en el market share con aproximadamente un 20% del mercado, además está implementando mejoras en la productividad. Los principales productos comercializados son: compuesto NPK, fosfatados, foliares líquidos y el superfosfato de Calcio, entre otros.

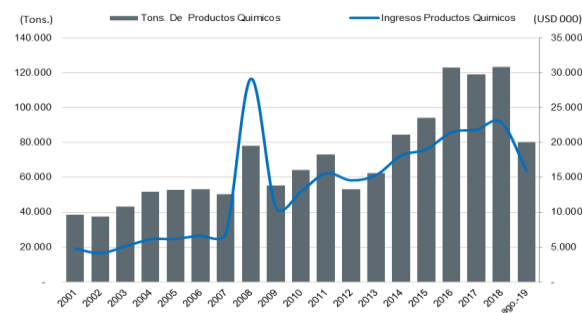
Desde principios del 2020 una sequía afectó principalmente especialmente al sur del país. La producción de fertilizantes está siendo afectada por este motivo, y se espera que los volúmenes habituales lleguen en la época invernal del año 2021.

Productos Químicos (21% de las ventas)

A Sep'20 este segmento alcanzó un 46% de margen EBITDA. El ácido sulfúrico es el principal producto del segmento de productos químicos. Este se vende directamente como insumo al sector industrial (curtiembres, pasta celulosa, entre otros) y de servicios públicos local (agua potable, energía eléctrica) y es utilizado en un 30% internamente como insumo para la fabricación de fertilizantes como el superfosfato de calcio. En Junio'2020 el segmento tuvo una contracción de 9,3% respecto al mismo período en 2019, sin embargo logró mantener un EBITDA positivo. Actualmente a Septiembre'2020 los márgenes han mejorado su performance por aproximadamente 13 puntos respecto a Junio'19.

El segmento tiene un peso del 66% a Septiembre'20 del total del EBITDA. A Junio'20 las ventas cayeron a 24% respecto de 26% al mismo período del año anterior. Actualmente a Septiembre'20 las ventas se ubican en un 21%.

Productos Químicos: Toneladas e Ingresos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fungicidas (2% de las ventas)

A Sep'20 las ventas se redujeron en un 29%. Respecto al período Junio'20 las ventas cayeron un 59% respecto a Junio'19.

Plantas de Silos y otros servicios (1% de las ventas)

Los servicios en la planta de silos comprenden la recepción, pre-limpieza, secado, almacenaje y entrega de granos (soja, trigo, cebada, girasol, entre otros). Estos servicios se orientan al sector agrícola, siendo los clientes los mismos que para los fertilizantes, lo cual determina una gran sinergia entre ambos sectores. Producto de la sequía antes mencionada este sector dio pérdidas en los márgenes, y se espera al próximo año volver a niveles normales.

Producción y Costos

ISUSA cuenta actualmente con cuatro plantas de producción activas en: Ciudad del Plata (San José), Nueva Palmira (Colonia), Agraciada (Soriano) y Nueva Palmira y además contrata servicios en Montevideo. También cuenta con plantas de silos en: Nueva Palmira (Colonia) y Melo (Cerro Largo). Los ingresos de la compañía se obtienen tanto del mercado doméstico (83,2% a septiembre 2020) como el de exportación (16,8%).

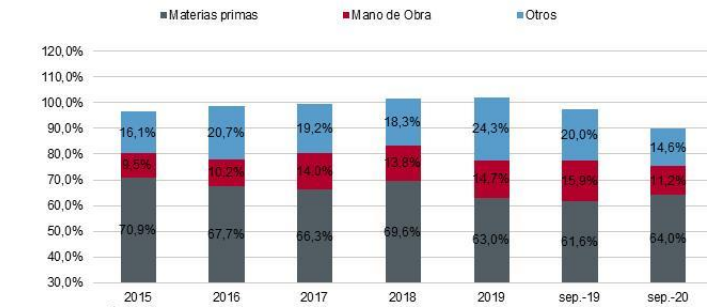
Las exportaciones de ISUSA se canalizan básicamente al mercado regional en el que se destacan Argentina, Paraguay y Bolivia, este último principalmente en fertilizantes.

La estructura de costos de la compañía se había incrementado hasta 2019 años debido a la pesada estructura operativa y al retraso cambiario, sin embargo, producto de la reestructuración han podido reducir en un 5% los costos respecto a Septiembre '19. Los costos de mano de obra se redujeron en un 30% y han pasado de USD 11,6 millones en Sep'19 a USD 8,1 millones respecto al mismo período del año anterior.

Estructura de costos

| USD '000 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | sep-19 | sep-20 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| Ventas | 146.396,0 | 142.780,0 | 125.551,3 | 149.919,5 | 100.393,0 | 73.350,4 | 72.580,0 |
| Materias primas | 103.751,0 | 96.663,4 | 83.179,1 | 104.300,9 | 63.286,0 | 45.177,3 | 46.456,7 |
| Mano de Obra | 13.948,1 | 14.617,1 | 17.617,1 | 20.657,1 | 14.715,2 | 11.677,3 | 8.137,7 |
| Otros | 23.516,7 | 29.614,1 | 24.089,8 | 27.505,2 | 24.438,8 | 14.684,4 | 10.629,8 |

Evolución Costos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Proceso de reestructuración operativa

Debido a la dotación de personal excesiva, la caída del precio de los commodities y en especial de los fertilizantes, y la apreciación del tipo de cambio real con su incidencia en la estructura de costos la compañía decidió realizar un proceso de reestructuración que implicó:

- Reducción de personal: El 31 de mayo de 2019 se suscribió un Convenio con la totalidad de los trabajadores que implica la utilización del seguro de desempleo, la desvinculación de funcionarios y un ajuste salarial con reducción de salarios y beneficios. El impacto de esta reestructuración salarial genera ahorros anuales en torno a USD 8 millones (USD 20 millones vs USD 12 millones). Un 20% del personal fue desafectado, mientras que el 80% restante tuvo un ajuste salarial.
- Reducción de inventarios: Obteniendo una menor necesidad de capital de trabajo y reducción de deudas financieras a USD 34 millones. A dic'19 la deuda total era de USD 34,1 millones y se ha reducido el pago de intereses por USD 1 millón en comparación al mismo período del año anterior.

El 31 de mayo de 2019 se suscribió un Convenio con la totalidad de los trabajadores que implica la utilización del seguro de desempleo, la desvinculación de funcionarios y un ajuste salarial con reducción de salarios y beneficios.

A Septiembre de 2020 el proceso de reestructuración tuvo resultados positivos, con una reducción de costos de mano de obra en torno a 76% respecto a septiembre'19 y logrando Márgenes de EBITDA del 15%, mejorando su performance de los últimos años.

Posición Competitiva

ISUSA es el único productor de fertilizantes de Uruguay, la compañía importa fosforita (materia prima y la convierte en el producto terminado. Los demás competidores importan los fertilizantes directamente. No existen estadísticas oficiales para estimar la porción de mercado de dicho segmento por lo cual la participación en el mercado interno se calcula en función de las importaciones.

Se estima que la participación de mercado de ISUSA es del 20%, Maccio del 28%-30%, Cuyler S.A. del 13,0%, Agro servicios pampeana 9,8% y el resto distribuido en importadores menores. A raíz del menor volumen de ventas ha perdido aproximadamente un 10% del mercado en el último año. ISUSA cuenta con varias declaraciones de promoción dentro del régimen de promoción de inversiones. Si bien, la importación y comercialización de fertilizantes está regida por una ley de fertilizantes que los define como sustancias portadoras de elementos nutritivos (elementos químicos), la compañía debe operar en asimetría frente a empresas

importadoras que no están sujetas a las mismas exigencias en materia laboral y de medio ambiente al no estar incluidas en el grupo de la industria química.

Adicionalmente, ISUSA es el único proveedor de ácido sulfúrico del país, hecho que de alguna forma se ve estimulado por la barrera natural constituida por el componente de costo-flete que tiene una incidencia muy importante en el caso de los productos líquidos y corrosivos y además se requerirían terminales de líquidos en puertos que por el momento no existen.

Administración y calidad de los accionistas

El capital social está distribuido en decenas de accionistas de los cuales solo uno posee más del 10% de participación con el 37%.

Factores de riesgo

El sector agrícola presenta una actividad fuertemente cíclica, con generación de flujos volátiles debido a los precios internacionales que se forman de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda mundial de cada cultivo y son afectados por las condiciones climáticas de cada región, la estacionalidad de la producción y el nivel de inventarios. ISUSA mitiga en parte la volatilidad del negocio agrícola con la producción de productos químicos los cuales se han visto afectados por la caída en los precios internacionales pero con un volumen demandado creciente.

- Ventas ligadas a la evolución del sector agrícola: los mercados de ISUSA son el uruguayo, paraguayo y argentino que dependen de la evolución de los precios de los commodities y factores climáticos.
- Exposición a la evolución de los precios internacionales: el riesgo de volatilidad de precios de fertilizantes y productos químicos en los mercados internacionales se amplifica debido a la estructura de bajos márgenes de rentabilidad que ISUSA posee.
- Riesgo de descalce de moneda: La rentabilidad de la empresa se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda y podría verse deteriorada ante un persistente retraso cambiario, dado que los ingresos están denominados en dólares mientras que parte de los costos se encuentran indexados en pesos.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En los 9 meses de 2020, ISUSA generó ventas y EBITDA por USD 72,5 millones y USD 10,8 millones, respectivamente. Las ventas han se han reducido un 52% desde 2018, justo antes de la reestructuración. Sin embargo, el margen EBITDA ha aumentado durante este año llegando a 15% y recuperándose de los niveles de 2% donde inició el proceso de reestructuración antes mencionado.

El negocio es estacional y por lo tanto entre el 55% y 60% de las ventas anuales se producen en el segundo semestre. Hacia adelante, FIX espera que la compañía logre mantener para el período 2020-2024 márgenes en torno al 10%.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, FixScr

Flujo de fondos

A septiembre 2020 (nueve meses), el FGO resultó en USD 9,3 millones revirtiendo sus resultados, producto de reducir sueldos y jornales respecto al año pasado en un 30%. El FCO fue negativo en USD 2.0 como producto de una reducción en inventarios. Teniendo en cuenta que el resultado a Diciembre'19 presentó pérdidas, la compañía ha decidido no repartir dividendos durante el corriente año.

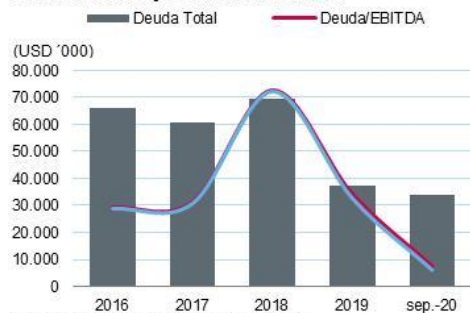
| Flujo de Fondos | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | sep-20 |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| USD '000 | | | | | | | |
| Ventas | 166.513 | 146.396 | 142.780 | 125.551 | 149.920 | 100.393 | 72.580 |
| Flujo Generado por las Operaciones | 10.546 | 5.541 | 1.302 | 3.466 | (783) | 1.190 | 9.309 |
| Variación del Capital de Trabajo | (6.299) | 11.367 | 13.496 | 3.940 | (5.790) | 33.267 | (2.018) |
| Flujo de Caja Operativo | 4.247 | 16.908 | 14.798 | 7.407 | (6.573) | 34.457 | 7.291 |
| Inversiones de Capital | (4.489) | (7.864) | (2.501) | (1.438) | (2.867) | (737) | 41 |
| Dividendos | (670) | (462) | (634) | (381) | (287) | 6 | - |
| Flujo de Fondos Libre | (912) | 8.582 | 11.663 | 5.587 | (9.728) | 33.726 | 7.332 |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

En 2020 la compañía ha logrado disminuir su deuda financiera. En septiembre'20 la deuda financiera era de USD 34.0 millones comparada con USD 47.0 millones a septiembre'19. Se ha logrado mejorar el ratio de Deuda/EBITDA, actualmente el margen es de 2,3%. Las coberturas de intereses se posicionan en 6.8x (EBITDA/Intereses 2.4x). A sep'20 el 46% de la deuda era bancaria y el resto correspondía a Obligaciones negociables.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

| USD '000 | | |
|------------------------|--------|------|
| Deuda de Corto Plazo | 14.604 | 15% |
| Deuda de Largo Plazo | 19.406 | 20% |
| Otros | 0 | 0% |
| Deuda Total Ajustada | 34.011 | 36% |
| Total Patrimonio | 60.685 | 64% |
| Total Capital Ajustado | 94.695 | 100% |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía tiene vencimientos de deuda a diciembre'20 por USD 3,9 millones, y tiene un 43% en el corto plazo. La deuda total está compuesta en un 47% por préstamos bancarios y un 53% por Obligaciones Negociables. Durante el período Sep'20 la compañía pudo cubrir a niveles de 2.0x los vencimientos de corto plazo con EBITDA y Caja. Además, tiene disponibles líneas bancarias con diferentes bancos.

Durante el año 2021 la compañía deberá pagar USD 6 millones de Obligaciones Negociables, USD 10 millones en 2022 y 2 millones en 2023.

Liquidez - Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

| USD '000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | sep-20 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA Operativo | 11.770 | 10.368 | 7.232 | 6.186 | 3.068 | 3.470 | 10.885 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 1.470 | 663 | 1.037 | 1.033 | 434 | 1.719 | 6.087 |
| Deuda Corto Plazo | 52.757 | 30.777 | 31.632 | 36.464 | 42.614 | 16.065 | 14.604 |
| Deuda Largo Plazo | 40.384 | 46.723 | 34.511 | 24.018 | 26.931 | 21.059 | 19.406 |

Indicadores Crediticios

| | | | | | | | |
|--------------------------------------|-----|-----|-----|-----|------|------|-----|
| EBITDA / Deuda CP | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 1,5 |
| EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 1,9 |
| Deuda Total / EBITDA | 7,9 | 7,5 | 9,1 | 9,8 | 22,7 | 10,7 | 1,6 |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

ISUSA históricamente ha demostrado tener un buen acceso a los mercados de crédito. La compañía ha emitido deuda en los mercados de capitales y opera con numerosos bancos en el mercado local. Actualmente la compañía tiene líneas de crédito en diferentes bancos por USD 18 millones y ha logrado recuperar su posición en crediticia. Parte de la deuda está garantizada por hipoteca y garantía solidaria de los directores.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

| Período | NIIF Año Móvil 12 meses | NIIF sep-20 9 meses | NIIF jun-20 6 meses | NIIF 2019 12 meses | NIIF 2018 12 meses | NIIF 2017 12 meses | NIIF 2016 12 meses | NIIF 2015 12 meses |
|--|-------------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Rentabilidad | | | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 8.348 | 10.885 | 7.956 | 3.470 | 3.068 | 6.186 | 7.232 | 10.368 |
| EBITDAR Operativo | 8.348 | 10.885 | 7.956 | 3.470 | 3.068 | 6.186 | 7.232 | 10.368 |
| Margen de EBITDA | 8,4 | 15,0 | 18,2 | 3,5 | 2,0 | 4,9 | 5,1 | 7,1 |
| Margen de EBITDAR | 8,4 | 15,0 | 18,2 | 3,5 | 2,0 | 4,9 | 5,1 | 7,1 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 8,2 | 15,4 | 14,0 | 4,8 | 1,8 | 5,3 | 3,5 | 7,1 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | 15,8 | 10,1 | 10,4 | 33,6 | (6,5) | 4,4 | 8,2 | 5,9 |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | (3,2) | 5,0 | 0,2 | (10,2) | (8,1) | 1,5 | 1,9 | 3,4 |
| Coberturas | | | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 3,4 | 6,8 | 6,0 | 1,4 | 0,7 | 2,0 | 1,4 | 2,2 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 3,7 | 6,8 | 7,1 | 1,0 | 1,0 | 1,8 | 2,1 | 2,2 |
| EBITDAR Operativo/ Intereses Financieros + Alquileres | 3,7 | 6,8 | 7,1 | 1,0 | 1,0 | 1,8 | 2,1 | 2,2 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 0,5 | 0,7 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda | 0,5 | 0,7 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| FGO / Cargos Fijos | 3,4 | 6,8 | 6,0 | 1,4 | 0,7 | 2,0 | 1,4 | 2,2 |
| FFL / Servicio de Deuda | 1,1 | 0,7 | 0,6 | 1,9 | (0,1) | 0,2 | 0,4 | 0,4 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 1,4 | 1,1 | 0,9 | 2,0 | (0,1) | 0,3 | 0,5 | 0,4 |
| FCO / Inversiones de Capital | (5.128,9) | (177,3) | (38,1) | 46,8 | (2,3) | 5,1 | 5,9 | 2,2 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 4,4 | 2,3 | 2,8 | 8,2 | 29,7 | 8,8 | 14,1 | 7,5 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 4,1 | 2,3 | 2,3 | 10,7 | 22,7 | 9,8 | 9,1 | 7,5 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 3,3 | 1,9 | 1,9 | 10,2 | 22,5 | 9,6 | 9,0 | 7,4 |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 4,1 | 2,3 | 2,3 | 10,7 | 22,7 | 9,8 | 9,1 | 7,5 |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo | 3,3 | 1,9 | 1,9 | 10,2 | 22,5 | 9,6 | 9,0 | 7,4 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 5,6 | 5,3 | 5,3 | 6,5 | 4,8 | 5,4 | 4,7 | 5,6 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%) | 344,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%) | 42,9 | 42,9 | 46,4 | 43,3 | 61,3 | 60,3 | 47,8 | 39,7 |
| Balance | | | | | | | | |
| Total Activos | 117.185 | 117.185 | 121.680 | 117.146 | 156.031 | 153.072 | 152.815 | 154.084 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 6.087 | 6.087 | 6.530 | 1.719 | 434 | 1.033 | 1.037 | 663 |
| Deuda Corto Plazo | 14.604 | 14.604 | 17.330 | 16.065 | 42.614 | 36.464 | 31.632 | 30.777 |
| Deuda Largo Plazo | 19.406 | 19.406 | 20.001 | 21.059 | 26.931 | 24.018 | 34.511 | 46.723 |
| Deuda Total | 34.011 | 34.011 | 37.331 | 37.124 | 69.545 | 60.482 | 66.143 | 77.500 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 34.011 | 34.011 | 37.331 | 37.124 | 69.545 | 60.482 | 66.143 | 77.500 |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 34.011 | 34.011 | 37.331 | 37.124 | 69.545 | 60.482 | 66.143 | 77.500 |
| Total Patrimonio | 60.685 | 60.685 | 58.080 | 57.411 | 63.975 | 69.594 | 68.790 | 68.135 |
| Total Capital Ajustado | 94.695 | 94.695 | 95.411 | 94.535 | 133.520 | 130.076 | 134.934 | 145.635 |
| Flujo de Caja | | | | | | | | |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 5.494 | 9.309 | 5.553 | 1.190 | (783) | 3.466 | 1.302 | 5.541 |
| Variación del Capital de Trabajo | 10.257 | (2.018) | (1.148) | 33.267 | (5.790) | 3.940 | 13.496 | 11.367 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 15.751 | 7.291 | 4.404 | 34.457 | (6.573) | 7.407 | 14.798 | 16.908 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | 3 | 41 | 116 | (737) | (2.867) | (1.438) | (2.501) | (7.864) |
| Dividendos | 6 | 0 | 0 | 6 | (287) | (381) | (634) | (462) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | 15.760 | 7.332 | 4.520 | 33.726 | (9.728) | 5.587 | 11.663 | 8.582 |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | (14) | 151 | 85 | 0 | 33 | 70 | 68 | 737 |
| Otras Inversiones, Neto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6.000 |
| Variación Neta de Deuda | (13.080) | (3.115) | 205 | (32.440) | 9.105 | (5.661) | (11.356) | (15.641) |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 0 | 0 | 0 | 0 | (11) | 0 | 0 | 0 |
| Variación de Caja | 2.666 | 4.369 | 4.810 | 1.286 | (600) | (4) | 375 | (322) |
| Estado de Resultados | | | | | | | | |
| Ventas Netas | 99.623 | 72.580 | 43.631 | 100.393 | 149.920 | 125.551 | 142.780 | 146.396 |
| Variación de Ventas (%) | N/A | (1,1) | (2,9) | (33,0) | 19,4 | (12,1) | (2,5) | (12,1) |
| EBIT Operativo | 3.498 | 7.356 | 2.440 | (2.046) | (2.544) | 665 | 1.885 | 5.181 |
| Intereses Financieros Brutos | 2.256 | 1.599 | 1.113 | 3.315 | 3.121 | 3.418 | 3.379 | 4.766 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | (1.880) | 3.069 | 104 | (6.135) | (5.363) | 1.010 | 1.274 | 2.275 |

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
- Commodities: materias primas o productos primarios que puede ser comprados o vendidos al por mayor.
- MM: Millones.

Anexo III – Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables serie II.1 por hasta US\$ 12 MM

Características de la Emisión

- Monto emitido: USD 12.000.000.
- Moneda: dólares estadounidenses.
- Objeto de la emisión: Cancelación de endeudamiento financiero y/o financiación del capital de trabajo permanente diversificando la fuente y el plazo de financiamiento.
- Vencimiento: a 48 meses desde la emisión, (Junio 2022) .
- Amortización: 2 (dos) cuotas semestrales iguales. La primera cuota de capital vencerá a los 42 meses desde la fecha de la emisión y la siguiente a los 48 meses de la fecha de emisión.
- Intereses: 5,375% lineal anual sobre el capital no amortizado. Los intereses se pagarán semestralmente desde la fecha de emisión
- Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay.
- Asamblea de obligacionistas: las resoluciones que pretendan modificar las condiciones de la emisión podrán ser adoptadas con el consentimiento de obligacionistas que representen más del 2/3 del capital adeudado al momento de que se trate. Se admite expresamente que personas vinculadas a ISUSA, en tanto sean tenedores de Obligaciones Negociables, participen en las Asambleas de Obligacionistas (Artículo 28 de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores).

Obligaciones Negociables serie II.2 por hasta US\$ 6 MM

Características de la Emisión

- Monto emitido: VN de USD 6.000.000.
- Moneda: dólares estadounidenses.
- Objeto de la emisión: Cancelación de endeudamiento financiero y/o financiación del capital de trabajo permanente diversificando la fuente y el plazo de financiamiento.
- Vencimiento: a 54 meses desde la emisión (Abril 2023).
- Amortización: 3 (tres) cuotas iguales, la primera cuota de capital vencerá a los 42 meses desde la fecha de la emisión, la segunda a los 48 meses de la fecha de emisión, y la siguiente a los 54 meses de la fecha de emisión.
- Intereses: 5,375% lineal anual sobre el capital no amortizado. Los intereses se pagarán semestralmente desde la fecha de emisión
- Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay.
- Asamblea de obligacionistas: las resoluciones que pretendan modificar las condiciones de la emisión podrán ser adoptadas con el consentimiento de obligacionistas que representen al menos 75% del saldo de capital adeudado de la correspondiente serie. Se admite expresamente que personas vinculadas a ISUSA, en tanto sean tenedores de Obligaciones Negociables, participen en las Asambleas de Obligacionistas (Artículo 28 de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores).

Acciones (calificación de Emisor)

Las acciones de ISUSA se encuentran inscritas en el Registro del Mercado de Valores según Comunicación N°2006/163 de fecha 28/6/2006. El capital social al 30/06/10 ascendía a \$1.000 millones, representado por 1.000.000.000 acciones escriturales de 1 voto por acción y valor de \$1 cada una de acuerdo a la reforma de estatutos resuelta por Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 31/08/2011 y aprobada por la Auditoría Interna de la Nación con fecha 9/11/2011. De acuerdo a la metodología de FIX SCR Uruguay, la calificación de acciones de un emisor se expresa como la calificación institucional.

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 **27 de noviembre de 2020**, subió la calificación de Emisor de **Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)** a la **Categoría BBB(uy) Perspectiva Estable** desde **BBB-(uy) Perspectiva Negativa** y de las siguientes Obligaciones Negociables emitidas por la compañía:

- ON Serie II 1 por US\$ 12 millones
- ON Serie II 2 por US\$ 6 millones

La Perspectiva es Estable.

Categoría BBB(uy): “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

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

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

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

Nota:

Este dictamen debe ser analizado conjuntamente con el prospecto de emisión y la información allí contenida.

Fuentes

- Balance anual al 31/12/19, Balance interino al 30/06/2020 (6 meses) y 30/09/2020 (9 meses).
- Auditor externo desde mayo 2020: RSM.
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: Normey – Peruzzo & Asociados (Nexia Internacional)
- Información de gestión suministrada por la compañía
- Prospectos de emisión de Obligaciones Negociables.

Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos 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



MARÍA CECILIA MINGUILLON
FIX SCR S.A.
ACR AFILIADA A FITCH RATINGS

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 fáctica 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.