

# Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

## Factores relevantes de la Calificación

**Consolidación económica:** la calificación refleja la consolidación económica post-reestructuración. En el año móvil a sept'21 ISUSA reportó un EBITDA de USD 18.4 MM, con un margen del 15.6% versus USD 14.0 MM y 14.5% en 2020. El plan de reestructuración operativa implicó la reducción de los costos salariales de 14.7% en 2019 a 8.2% a sep'21. Adicionalmente, la realización de inventarios a precios bajos permitió una rentabilidad excepcional. El nivel de endeudamiento se redujo a 2.0x desde 10.7 en 2019. Para 2022-2024 se espera que los márgenes rondan el 10% y el ratio de deuda/EBITDA resulte entre 2.5x y 3.0x

**Manejo del capital de trabajo:** la generación de fondos es sensible a la variación del capital de trabajo. El negocio es estacional y por lo tanto entre el 55% y 60% de las ventas anuales se producen en el segundo semestre. En el tercer trimestre la compañía posee necesidades de capital de trabajo que rondan los USD 10 MM, produciendo un pico de endeudamiento en dicho periodo. En 2019 la compañía logró bajar su endeudamiento mediante la reducción de inventarios y manejo de cuentas por cobrar. Para los próximos ejercicios ISUSA posee el desafío de lograr un manejo del capital de trabajo conservador, evitando nuevos incrementos de endeudamiento.

**Riesgo Sectorial:** 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. 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 en 2021 se incrementaron en un 19% impulsados por la suba de los precios internacionales. 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.

**Vencimientos concentrados en el corto plazo:** A sep'21 la deuda financiera era de USD 37.2 MM, concentrando el 87% de los vencimientos en el corto plazo. Durante los próximos meses la compañía posee el desafío de lograr una estructura de vencimientos de mayor plazo evitando el riesgo de refinanciación. El acceso al financiamiento va a resultar determinante. La compañía deberá cancelar ON por USD 6.0 MM en diciembre'21 y USD 8.0 MM en el primer semestre de 2022.

**Recomposición de su posición competitiva:** ISUSA es el único productor de superfosfato de calcio de Uruguay y el resto de los fertilizantes, 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 7%/10% del mercado desde su reestructuración. Para los futuros ejercicios la compañía tiene el desafío de recomponer las operaciones con costos más bajos y a precios más competitivos, y continuar manteniendo positivos los márgenes del segmento fertilizantes y químicos. 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.

## 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	30/09/21	30/06/21
(USD miles)	Año móvil	6 meses
Total Activos	126.740	126.666
Deuda Financiera	37.295	28436
Ingresos	118.229	57.241
EBITDA	18.447	11.501
EBITDA (%)	15.6	20.1
Deuda Total / EBITDA	2.0x	1.2x
Deuda Neta Total / EBITDA	1.9x	0.8x
EBITDA / Intereses	10.5x	13.6x

### Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay. Disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

### Analistas

Analista Principal  
 Gabriela Curutchet  
 Director Asociado  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119

Analista Secundario  
 Gustavo Ávila  
 Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142

Responsable del Sector  
 María Cecilia Minguillón  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

## 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

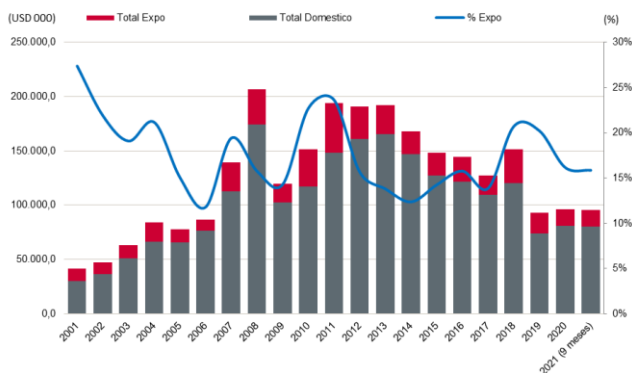
La compañía opera actualmente con un adecuado nivel de liquidez como consecuencia de los beneficios en la reorganización (mayor rentabilidad y menor nivel de endeudamiento) y una política comercial y de abastecimiento más estricta. En el año móvil a sept'21 el EBITDA + la caja e inversiones corrientes cubrían el 62% de la deuda de corto plazo. La compañía posee el desafío de refinanciar sus vencimientos de 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.

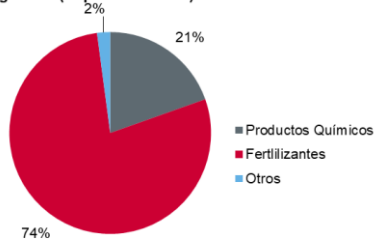
Las principales líneas de productos de ISUSA son fertilizantes y productos químicos, y otras de menor cuantía: fungicidas cúpricos (producidos en su empresa controlada Fanaproqui S.A.) y servicios asociados a sus plantas de silos.

**Evolución de Ventas: Mercado Domestico vs Exportaciones**



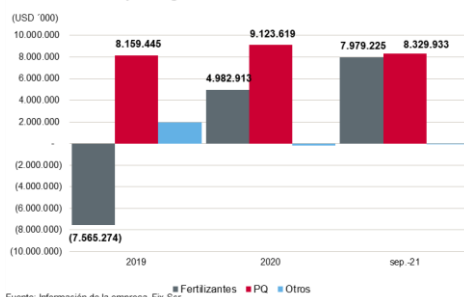
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**Ventas por segmento (Septiembre 2021)**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**Resultado Bruto por Segmento**

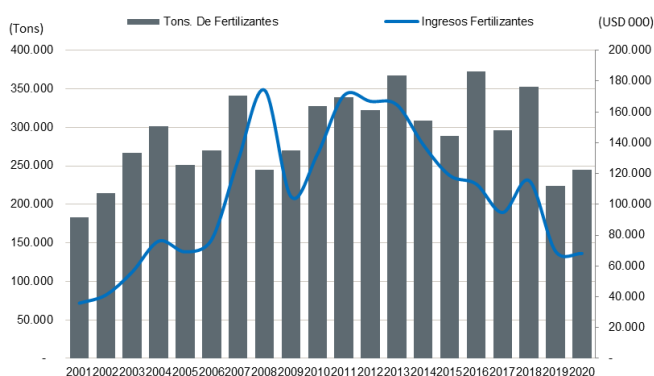


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Fertilizantes (77% de las ventas a Septiembre'21 y 49% del resultado bruto)

El segmento ha logrado revertir los márgenes negativos previos a la reestructuración. En 2021 la suba de los precios de los fertilizantes y reducción de costos permitieron la fuerte recuperación de los márgenes de dicho segmento, logrando a sep't21 un margen sobre ventas del 11%. Las ventas crecieron un 34% con respecto al mismo período en 2020.

**Productos Fertilizantes: Toneladas e Ingresos**



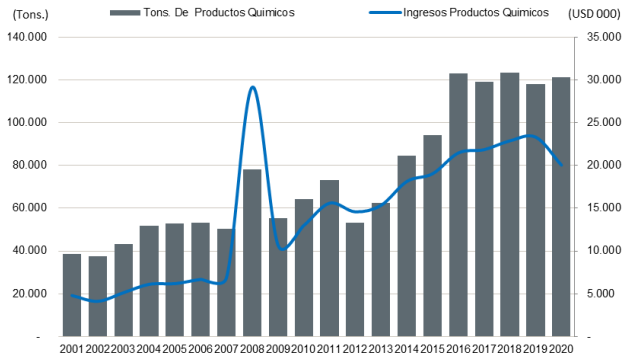
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 25% del mercado. Los principales productos comercializados son: compuesto NPK, fosfatados, foliares líquidos y el superfosfato de Calcio, entre otros.

### Productos Químicos (21% de las ventas y el 51% del resultado bruto)

A Sep'21 este segmento alcanzó un 20% 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 Sept'21 los ingresos crecieron un 219% respecto al mismo período en 2020 y el margen bruto del 44%.

**Productos Químicos: Toneladas e Ingresos**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**Las plantas de silos y otros servicios (el 3% de las ventas a sept'21).**

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**

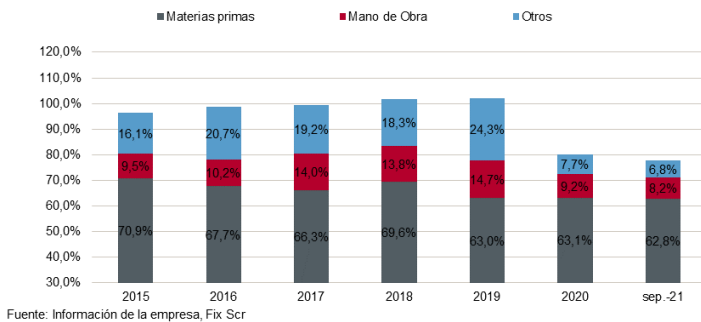
ISUSA cuenta actualmente con cuatro plantas de producción activas en: Ciudad del Plata (San José), Nueva Palmira (Colonia) y Agraciada (Soriano) y además contrata servicios en Montevideo. También cuenta con plantas de silos en: Nueva Palmira (Colonia) y Melo (Cerro Largo). Los ingresos de la compañía se obtienen tanto del mercado doméstico (83,8% a septiembre 2021) como el de exportación (16,2%).

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

Después de la reestructuración los costos de mano de obra se redujeron a 8.2% y pasado a USD 7.8 MM (sep'21) desde 14.7% y USD 14.7 MM en 2019.

<b>Estructura de costos</b>							
USD '000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
Ventas	146.396,0	142.780,0	125.551,3	149.919,5	100.393,0	95.837,7	94.971,2
Materias primas	103.751,0	96.663,4	83.179,1	104.300,9	63.286,0	60.467,9	59.625,3
Mano de Obra	13.948,1	14.617,1	17.617,1	20.657,1	14.715,2	8.859,0	7.799,0
Otros	23.516,7	29.614,1	24.089,8	27.505,2	24.438,8	7.425,5	6.484,7

### Evolución Costos



### Posición Competitiva

ISUSA es el único productor de fertilizantes de Uruguay, la compañía importa símil commodities, fosforita y azufre, los cuales constituyen materias primas para sus productos terminados. 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 25%, Maccio del 30%, Cuyler S.A. del 13,0%, Agro servicios pampeana 10% y el resto distribuido en importadores menores. A raíz del menor volumen de ventas ha perdido aproximadamente un 7/10% del mercado desde la reestructuración. 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.

- 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 acotados márgenes de rentabilidad que ISUSA posee. Como mitigante la compañía puede flexibilizar los costos y gastos salariales mediante la utilización del seguro de paro.
- 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.

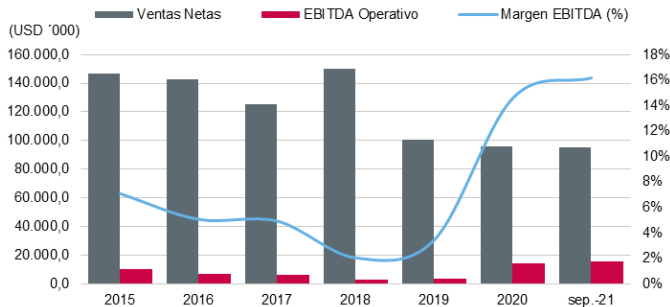
## Perfil Financiero

### Rentabilidad

En el año móvil a sept'21 de 2021, ISUSA generó ventas y EBITDA por USD 118.2 millones y USD 18.4 millones, respectivamente. Los ingresos han crecido un 23% en comparación al 2020 impulsadas por mejores precios de venta de fertilizantes y mayor volumen de venta tanto en fertilizantes como en el segmento químico. El margen EBITDA ha aumentado llegando a 15.6% mostrando una fuerte mejora en comparación con los niveles previos a la reestructuración.

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 2021-2025 márgenes superiores al 10%.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de fondos

En el año móvil a septiembre 2021, el FGO resultó en USD 17.3 millones, reflejando no solo el incremento de precios y volúmenes sino la reducción de costos implementada por la compañía. El FCO fue negativo en USD 3.6 millones como producto de un incremento de inventarios dado el incremento en los precios. El flujo de fondos libre resultó negativo en USD 7.7 MM siendo cubierto principalmente con un incremento en el endeudamiento.

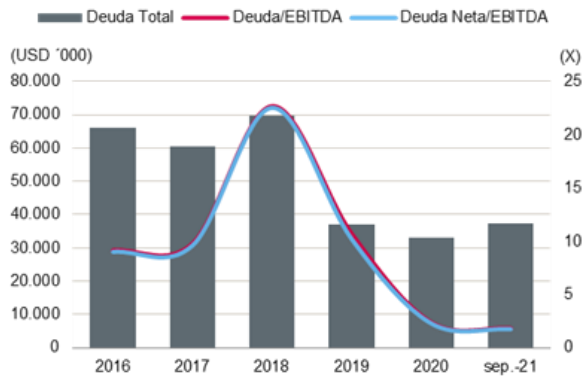
Flujo de Fondos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
USD '000								
Ventas	166.513	146.396	142.780	125.551	149.920	100.393	95.838	94.971
Flujo Generado por las Operaciones	10.546	5.541	1.302	3.466	(783)	1.190	9.934	16.520
Variación del Capital de Trabajo	(6.299)	11.367	13.496	3.940	(5.790)	33.267	(6.011)	(16.791)
Flujo de Caja Operativo	4.247	16.908	14.798	7.407	(6.573)	34.457	3.923	(271)
Inversiones de Capital	(4.489)	(7.864)	(2.501)	(1.438)	(2.867)	(737)	(641)	(2.007)
Dividendos	(670)	(462)	(634)	(381)	(287)	6	-	(1.362)
Flujo de Fondos Libre	(912)	8.582	11.663	5.587	(9.728)	33.726	3.282	(3.641)

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Liquidez y estructura de capital

En septiembre'21 la deuda financiera era de USD 37.3 millones comparada con USD 33.0 millones a dic'20. El incremento se deriva de la estacionalidad del negocio, durante el tercer trimestre del año. El ratio de Deuda/EBITDA, en el año móvil a sept'21 resultó en 2.0x y las coberturas de intereses 10.5x. El 51% de la deuda era bancaria y el resto correspondía a Obligaciones negociables. El 87% de la deuda se encuentra concentrada en el corto plazo, incluyendo los vencimientos de las ON incluyendo USD 6.0 MM en diciembre'21, USD 8.0 MM en el primer semestre del 2022.

## Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Liquidez - Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)

USD '000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
EBITDA Operativo	11.770	10.368	7.232	6.186	3.068	3.470	13.978	15.355
Caja e Inversiones Corrientes	1.470	663	1.037	1.033	434	1.719	1.182	1.726
Deuda Corto Plazo	52.757	30.777	31.632	36.464	42.614	16.065	20.185	32.492
Deuda Largo Plazo	40.384	46.723	34.511	24.018	26.931	21.059	12.926	4.802

### Indicadores Crediticios

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

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 sin utilizar con diferentes bancos por USD 21 millones. 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-21 9 meses	NIIF jun-21 6 meses	NIIF 2020 12 meses	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	18.447	15.355	11.501	13.978	3.470	3.068	6.186
EBITDAR Operativo	18.447	15.355	11.501	13.978	3.470	3.068	6.186
Margen de EBITDA	15,6	16,2	20,1	14,6	3,5	2,0	4,9
Margen de EBITDAR	15,6	16,2	20,1	14,6	3,5	2,0	4,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,9	22,4	41,0	12,7	4,8	1,8	5,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(6,5)	(3,8)	24,0	3,4	33,6	(6,5)	4,4
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	16,2	13,2	9,8	8,6	(10,2)	(8,1)	1,5
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	10,7	14,1	22,9	5,7	1,4	0,7	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	10,5	12,2	13,6	6,7	1,0	1,0	1,8
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	10,5	12,2	13,6	6,7	1,0	1,0	1,8
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	0,1	0,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	0,1	0,2
FGO / Cargos Fijos	10,7	14,1	22,9	5,7	1,4	0,7	2,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,2)	(0,1)	1,1	0,2	1,9	(0,1)	0,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,0)	1,5	0,3	2,0	(0,1)	0,3
FCO / Inversiones de Capital	(1,4)	(0,1)	11,4	6,1	46,8	(2,3)	5,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	2,0	1,6	0,7	2,8	8,2	29,7	8,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	1,8	1,2	2,4	10,7	22,7	9,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	1,7	0,8	2,3	10,2	22,5	9,6
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,0	1,8	1,2	2,4	10,7	22,7	9,8
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	1,9	1,7	0,8	2,3	10,2	22,5	9,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,9	4,7	5,1	6,0	6,5	4,8	5,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	339,8	87,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	87,1	87,1	83,9	61,0	43,3	61,3	60,3
		20,173					
<b>Balance</b>		62%					
Total Activos	126.740	126.740	126.666	109.535	117.146	156.031	153.072
Caja e Inversiones Corrientes	1.726	1.726	10.222	1.182	1.719	434	1.033
Deuda Corto Plazo	32.492	32.492	23.844	20.185	16.065	42.614	36.464
Deuda Largo Plazo	4.802	4.802	4.592	12.926	21.059	26.931	24.018
Deuda Total	37.295	37.295	28.436	33.111	37.124	69.545	60.482
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	37.295	37.295	28.436	33.111	37.124	69.545	60.482
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	37.295	37.295	28.436	33.111	37.124	69.545	60.482
Total Patrimonio	68.553	68.553	66.142	61.404	57.411	63.975	69.594
Total Capital Ajustado	105.848	105.848	94.578	94.515	94.535	133.520	130.076
<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	17.146	16.520	18.560	9.934	1.190	(783)	3.466
Variación del Capital de Trabajo	(20.785)	(16.791)	(2.039)	(6.011)	33.267	(5.790)	3.940
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(3.639)	(271)	16.521	3.923	34.457	(6.573)	7.407
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	(1)	0
Inversiones de Capital	(2.689)	(2.007)	(1.444)	(641)	(737)	(2.867)	(1.438)
Dividendos	(1.362)	(1.362)	(1.362)	0	6	(287)	(381)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(7.691)	(3.641)	13.714	3.282	33.726	(9.728)	5.587
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	35	0	0	186	0	33	70
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	3.284	4.184	(4.675)	(4.015)	(32.440)	9.105	(5.661)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	9	0	0	9	0	(11)	0
Variación de Caja	(4.362)	544	9.039	(537)	1.286	(600)	(4)
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventanas Netas	118.229	94.971	57.241	95.838	100.393	149.920	125.551
Variación de Ventas (%)	23,4	30,9	31,2	(4,5)	(33,0)	19,4	(12,1)
EBIT Operativo	14.330	12.357	9.375	9.330	(2.046)	(2.544)	665
Intereses Financieros Brutos	1.762	1.263	847	2.098	3.315	3.121	3.418
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	10.532	8.511	6.100	5.090	(6.135)	(5.363)	1.010



## 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 inscriptas 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 **29 de noviembre de 2021**, confirmó la calificación de Emisor de **Industria Sulfúrica S.A. (ISUSA)** en **Categoría BBB(uy) Perspectiva Estable** 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 31/12/20, Balance interino al 30/06/2021 (6 meses) y 30/09/2021 (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](http://www.bcu.gub.uy)

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](http://www.fixscr.com))

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o dissemination 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.