

# San Roque S.A.

## Factores relevantes de la Calificación

**Perspectiva Estable:** FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - mantiene la Perspectiva Estable de San Roque S.A. (San Roque). FIX entiende que la caída de ingresos de la compañía se debió a una situación coyuntural de corto plazo por el cierre de los shoppings entre el 13 de marzo y 8 de junio. A octubre '20 los ingresos mostraron una caída del 4% con respecto al mismo periodo de 2019. La rentabilidad en el año móvil a septiembre'20 resultó en Uy\$ 166.63 millones con un margen del 9.5% versus UY\$ 195 millones y 10.8% en 2019. La línea de préstamo con el Banco República (ROU) le permitirá cancelar anticipadamente las ON Serie 1 por U\$y 200 millones y lograr una mejor estructura de vencimientos.

**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. Cerca del 55% de los ingresos provienen del segmento no regulado de perfumería en el cual opera con una posición dominante (80% del mercado). El 45% 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 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.

**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 la ON la fortaleza crediticia de la garantía en cuanto a su evolución, mecanismo de retención y pago y los niveles de cobertura de los servicios de capital e intereses cercanos a 3.2x; 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 (sin considerar los arrendamientos) 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. La suba de la calificación podría derivarse. La finalización de la etapa de crecimiento manteniendo un reducido nivel de endeudamiento cercano a 1.0x podría derivar en una suba de calificación.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Adecuado apalancamiento con ajustada liquidez:** FIX considera que la compañía presenta adecuados ratios de endeudamiento en línea con los comparables. La relación de deuda con EBITDA en el año móvil a septiembre 2020 era de 3.6x y sin considerar los arrendamientos 2.2x; las coberturas de intereses resultaron en 5.2x, en línea con los niveles históricos. A la misma fecha la deuda total era de Uy\$ 593 millones, concentrada un 49% en el corto plazo (Uy\$ 290 millones) y el resto en el largo plazo. El 63% 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. A septiembre'20 el arrendamiento representó un 37% de la deuda financiera total. FIX considera que esto no tiene un impacto crediticio negativo.

## Informe Integral

### Calificaciones

#### Nacional

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

#### Perspectiva

Estable

### Resumen Financiero

San Roque S.A.		
Consolidado (\$ miles)	30/09/20 Año móvil	31/12/2019 12 meses
Total Activos	1.195.409	1.174.687
Deuda Financiera	592.981	522.616
Ingresos	1.754.025	1.798.923
EBITDA (operativo)	166.363	195.083
EBITDA (%)	9.5	10.8
Deuda Financiera/ EBITDA	3.6	2.7
Deuda Financiera Neta / EBITDA	3.5	2.6
EBITDA / Intereses	5.2	8.1

### 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 8122



Analista Secundario  
 Cándido Pérez  
 Director Asociado  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119



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

## 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, perteneciente actualmente a la familia De Narváez.

### Operaciones

San Roque cuenta con una red de 49 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

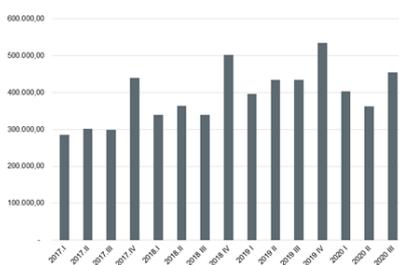
La empresa cuenta con dos grandes líneas de negocio, la perfumería y la farmacia, que representan aproximadamente un 60% y un 40% del negocio respectivamente. El negocio de farmacia está fuertemente regulado, depende de la licencia para operar del Ministerio de Salud Pública.

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.

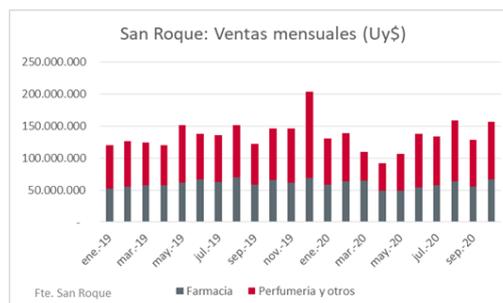
### Estacionalidad

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

San Roque: Ventas por trimestre (Miles de UYU)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fte. San Roque

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.

### 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 restringía al 10% la cantidad máxima de farmacias que pueden tener un jugador de la industria. Asimismo, limita a tener dos farmacias o más en un radio menor a 300 metros. El 24 de julio 2020, el Tribunal de lo Contencioso Administrativo (TCA) estableció nulo el artículo que establecía un límite del 10% del total de sucursales por grupo económico. Este le permite a FarmaShop (líder del sector con aproximadamente 100 locales) continuar expandiéndose en las zonas del interior.

En Montevideo dada la cantidad de Farmacias no existe margen para un crecimiento importante.

Actualmente el total de farmacias habilitadas en el país se encuentra en torno a las 100, por lo que San Roque posee una participación medida en cantidad de sucursales del 7.5%. En base a esto, la estrategia de la compañía en los próximos 10 años es crecer gradualmente aprovechando la apertura de shoppings o la compra de farmacias ya establecidas.

### 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 Nárvaez, 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 (por ejemplo decreto 96/016). 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.

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. El fallo del TCA, de julio'20, que dejó sin efecto el tope del 10% de farmacias por grupo económico podría dar lugar al crecimiento de la principal cadena Farmashop especialmente en el interior del país.

## Factores de Riesgo

San Roque se encuentra expuesta a la eventual terminación de su relación comercial con los principales shoppings donde tiene sus locales más rentables. Este riesgo se encuentra morigerado por la relación de 30 años en los principales centros comerciales, y las limitaciones a instalarse en los mismos establecimientos que enfrentan sus competidores.

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.

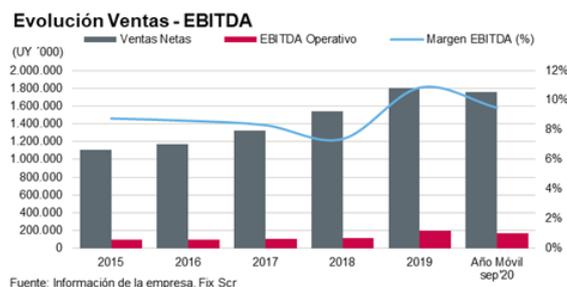
En el mercado, San Roque es considerada una marca de precios altos, por lo que en un contexto de baja en el nivel de actividad, puede generar que los consumidores prefieran ir a los competidores.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Durante los últimos doce meses a septiembre 2020 la compañía detentó ventas por UY\$ 1.754 millones resultando 2% por debajo de 2019. La variación se explica por una reducción de ventas en marzo/abril tras el cierre de los shoppings. En dicho período el EBITDA se redujo a USD con un EBITDA de UY\$166 millones versus UY\$ 195 millones en 2019, siendo los márgenes del 9.5% y 10.8% respectivamente. La reducción del EBITDA y de márgenes se explica por mayor incidencia de los costos fijos principalmente salarios.

Hacia adelante, prevemos 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 años, la apertura de sucursales dependerá de las oportunidades en el

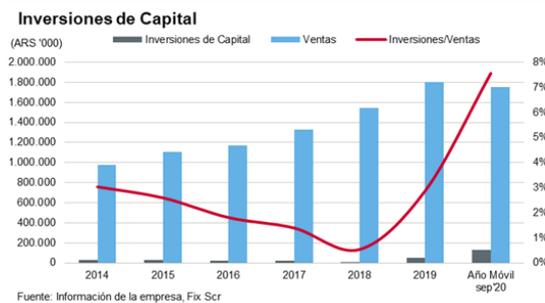


mercado.

### Flujo de fondos

San Roque ha demostrado una sólida generación de fondos operativa, alcanzando en los últimos doce meses a septiembre 2020 un Flujo Generado por Operaciones (FGO) de UY\$ 189.4 millones. La variación del capital de trabajo fue de UY\$ 38.3 millones propio de un periodo de contracción de ingresos. Luego de las inversiones de capital realizadas que alcanzaron los UY\$ 132.5 millones el Flujo de Fondos Libre (FFL) fue de UY\$ 95.3 millones. Las principales inversiones incluyen un centro de logístico propio (antes era terciarizado), el reacondicionamiento del local de Tres Cruces y la apertura de un nuevo local en Tacuarembó. En los últimos años no se distribuyó dividendos ya que los términos y condiciones de la ON Serie 1 limitan su distribución.

FIX prevé que las necesidades de capital de trabajo sean un manejable 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.



### Liquidez y estructura de capital

Los ratios de endeudamiento y cobertura se han sufrido un deterioro pero continúan en línea con la calificación. La relación de deuda con EBITDA en el año móvil a septiembre 2020 era de 3.6x versus 2.5x y 3.0x de los últimos 4 años. La deuda incluye los arrendamientos financieros que representan el saldo a pagar en concepto de alquileres de sucursales por UY\$ 220 millones (representando el 37% de la deuda). Las coberturas de intereses con coberturas de intereses resultaron en 5.2x versus 8.1 en 2019.

A septiembre 2020 la deuda total era de UY\$ 592 millones, concentrada un 49% en el corto plazo (UY\$ 289 millones) y el resto en el largo plazo.

El 16 de diciembre, la compañía va a rescatar anticipadamente las ON Serie I, haciendo uso de su derecho de rescate anticipado y reemplazar dicho endeudamiento con un crédito otorgado por el Banco República (que ya ha sido aprobado). FIX considera que la emisión de la ON mejorará el perfil de vencimientos de la compañía.

### Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que la liquidez de la compañía es ajustada. A septiembre 2020 la posición de caja y equivalentes alcanzaba los UY\$ 1.358 millones y sólo cubría el 4% de la deuda de corto plazo. Las ventas con tarjetas de débito le otorgan la posibilidad de lograr líneas bancarias garantizadas y acceso al mercado de capitales.

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - San Roque S.A.

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio Uy\$/USD al Final del Periodo

Tipo de Cambio Promedio

Periodo

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	Año Móvil	sep-20	2019	2018	2017	2016
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

#### Rentabilidad

EBITDA Operativo	166.363	81.417	195.083	113.995	110.202	100.554
EBITDAR Operativo	187.810	102.864	246.051	217.769	196.264	172.328
Margen de EBITDA	9,5	6,7	10,8	7,4	8,3	8,6
Margen de EBITDAR	10,7	8,4	13,7	14,1	14,8	14,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	26,7	13,2	27,7	19,2	20,7	21,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	5,4	1,8	5,8	2,6	0,2	2,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(7,1)	(59,8)	13,2	12,5	39,2	19,6

#### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	6,9	3,5	10,0	4,4	4,9	6,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,2	2,9	8,1	4,3	4,4	5,2
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	3,5	2,1	3,3	1,7	1,8	1,9
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,3	0,8	1,1	1,4	1,5
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,6	0,3	1,0	2,1	2,6	2,6
FGO / Cargos Fijos	6,9	3,5	10,0	4,4	4,9	6,1
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,2	0,5	0,6	0,4	0,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,4	0,2	0,6	0,8	0,5	1,2
FCO / Inversiones de Capital	1,7	1,2	3,0	5,8	2,7	3,7

#### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	3,3	5,0	3,0	4,5	4,2	4,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,6	5,5	2,7	2,4	2,5	2,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	5,4	2,6	2,3	2,4	2,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	4,8	5,8	3,6	4,6	4,5	4,5
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	4,7	5,7	3,5	4,5	4,4	4,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,3	6,8	5,1	9,6	9,0	6,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	48,8	48,8	43,9	27,5	18,6	16,8

#### Balance

Total Activos	1.195.409	1.195.409	1.174.687	872.472	807.957	748.669
Caja e Inversiones Corrientes	10.358	10.358	15.879	15.720	13.172	32.736
Deuda Corto Plazo	289.615	289.615	229.378	76.461	51.406	47.067
Deuda Largo Plazo	303.367	303.367	293.240	201.416	225.632	233.581
Deuda Total	592.981	592.981	522.618	277.878	277.037	280.648
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	592.981	592.981	522.618	277.878	277.037	280.648
Deuda Fuera de Balance	200.172	200.172	356.776	726.422	602.429	502.422
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	793.153	793.153	879.394	1.004.300	879.467	783.070
Total Patrimonio	117.284	117.284	172.775	151.298	133.971	115.008
Total Capital Ajustado	910.438	910.438	1.052.169	1.155.599	1.013.438	898.078

#### Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	189.495	70.113	216.365	91.527	98.576	99.603
Variación del Capital de Trabajo	38.394	56.344	(61.107)	(43.278)	(48.143)	(21.271)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	227.889	126.457	155.258	48.250	50.432	78.332
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(132.524)	(104.600)	(51.777)	(8.313)	(18.473)	(21.135)
Dividendos	0	0	0	0	(28.685)	(30.846)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	95.365	21.857	103.481	39.936	3.275	26.351
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(5.764)	0	(15.314)	10.038	12.875	(73.555)
Variación Neta de Deuda	(66.508)	7.359	(123.167)	(45.304)	(52.842)	56.436
Variación de Caja	23.094	29.216	(35.000)	4.670	(36.693)	9.231

#### Estado de Resultados

Ventas Netas	1.754.025	1.219.913	1.798.923	1.544.850	1.325.804	1.168.378
Variación de Ventas (%)	24,5	46,9	16,4	16,5	13,5	5,8
EBIT Operativo	72.692	8.151	111.676	82.769	86.554	80.338
Intereses Financieros Brutos	32.300	28.259	24.152	26.737	25.021	19.493
Resultado Neto	(8.323)	(55.491)	20.793	17.327	48.860	20.519

## Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings)
- LTM: Últimos doce meses

## Anexo III – Características de los Instrumentos

### Instrumento: ON Serie 1

Marco Legal: Programa de Emisión por U\$S 20 millones o su equivalente en pesos uruguayos o en pesos uruguayos reajustables de acuerdo a la variación de las UI.

Monto: UI 56.600.000

Moneda: pesos uruguayos equivalentes a la cantidad de UI multiplicada por la cotización de la misma a la fecha de pago.

Vencimiento: 16 de junio de 2023.

Intereses: devengan una tasa fija del 6,75% nominal anual. Los intereses serán pagaderos semestralmente, siendo la primera fecha de pago el 16 de diciembre de 2016.

Amortización de capital: en 5 cuotas iguales y consecutivas anuales, venciendo la primera el 16 de junio de 2019.

Garantía: un Fideicomiso en Garantía al cual se cedieron los derechos de cobro sobre facturación a través de las tarjetas de crédito de la marca VISA (CUMPSA-Visanet) y MASTERCARD (First Data Uruguay S.A.).

Eventos de Incumplimiento: falta de pago del servicio de capital o a dos pagos de intereses adeudados (no necesariamente consecutivos), siempre que este incumplimiento no hubiera sido remediado dentro de los 10 días hábiles bancarios, que el emisor deje de aceptar como medio de pago para las compras de bienes y servicios en sus locales comerciales a las tarjetas adheridas al sistema VISA y/o MASTERCARD, incumplimiento de ciertos covenants (acuerdos o pactos bajo el contrato de emisión), entre otros eventos relacionados con la compañía. En caso de activarse alguno de los mismos se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 75% de los tenedores luego de un período de 60 días donde el emisor puede remediar el evento. En el evento de no pago de los servicios se declara en forma automática la caducidad de los plazos y exigibilidad de lo adeudado.

Covenants: el emisor deberá cumplir con los siguientes ratios financieros durante la vida de la ON: (i) deuda financiera neta/EBITDA igual o inferior a 4x al cierre de cada ejercicio económico, (ii) no tomar deuda financiera cuyo efecto sea que el ratio de deuda financiera neta/EBITDA sea igual o superior a 3x y (iii) EBDITA/(servicios de deuda -caja) sea superior a 2,5x al cierre de cada ejercicio económico.

Objetivo: refinanciar pasivos. San Roque ha cancelado su deuda con el Scotiabank Uruguay S.A. garantizada con créditos del emisor contra CUMPSA y MASTERCARD, por lo cual al haber sido cancelado dicho préstamo el flujo colateral puede ingresar al patrimonio fideicomitado de las ON Serie N°1.

#### Estructura:

Según lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, las administradoras de las tarjetas de crédito fueron notificadas para depositar el 100% de los créditos cedidos en la cuenta recaudadora. El Fiduciario, mientras no se encuentre en el período de retención para el pago de los servicios y en caso de no mediar un evento de incumplimiento, liberará los montos recolectados a una cuenta del Emisor para su libre disponibilidad.

#### Durante el Pago de Servicios de Intereses:

45 días corridos previos al día de pago de intereses, el Fiduciario deberá retener en la cuenta recaudadora los montos depositados por las administradoras hasta alcanzar el monto equivalente de la cuota de intereses y no transferir ningún monto al emisor. Si 30 días previos a la fecha de pago no está cubierto el servicio, comienza el período de subsanación en el cual durante días hábiles si con el goteo diario de las administradoras no se completa el monto del servicio el emisor deberá completar el monto, aunque el incumplimiento no implicará un incumplimiento material dentro de los eventos especiales.

#### Durante el Pago de Servicios de Capital:

75 días corridos previos al día de pago de capital, el Fiduciario deberá retener en la cuenta recaudadora los montos depositados por las administradoras hasta alcanzar el monto equivalente de la cuota de intereses y no transferir ningún monto al emisor. Si 30 días previos a la fecha de pago no está cubierto el servicio, comienza el período de subsanación en el cual durante días hábiles si con el goteo diario de las administradoras no se completa el monto del servicio el emisor deberá completar el monto, aunque el incumplimiento no implicará un incumplimiento material dentro de los eventos especiales.

### Niveles de Cobertura

FIX a fin de analizar los niveles de cobertura de los TD asumió: (i) las términos y condiciones de la ON Serie I, (ii) la evolución de las cobranzas del año 2017 y subsiguientes asumiendo el crecimiento de las mismas acorde a lo supuestos de crecimiento de las ventas estipulados en el análisis del emisor y (iii) la evolución de la UI correlacionada a la evolución de la inflación.

A su vez en el escenario estresado se mantuvieron los mismos supuestos y se estresó la evolución de las cobranzas de acuerdo a los supuestos del crecimiento de las ventas asumidos en el análisis del emisor.

Se concluye que el mecanismo de retención y pago sumado a los niveles de cobertura justifican desprenderse un notch por encima de la calificación del emisor.

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 17 de noviembre 2020, 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 2020. Auditor externo del último balance anual y trimestral: EY.

### 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)



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las clasificaciones 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 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.