

# Zonamerica S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Estabilidad de ingresos y flujos de fondos:** La calificación de Zonamerica S.A. (en adelante Zonamerica o la compañía) se sustenta en la estabilidad de sus márgenes de rentabilidad, que se mantuvieron entre el 23% y 35% durante los últimos 10 años, con ingresos promedio en torno a USD 36 millones anuales durante los últimos 3 ejercicios, luego de la construcción del nuevo edificio dedicado a logística de 12.000 m<sup>2</sup> rentables adicionales, superando los 56.000 m<sup>2</sup> arrendables en logística y los 93.000 m<sup>2</sup> totales, y con una ocupación promedio superior al 95%, acompañada de contratos indexados y denominados en dólares, con plazo promedio de vida útil de 8 años aproximadamente. La compañía tiene habilitada hasta el año 2040 la explotación de la zona franca, en una zona estratégica de Montevideo. Hacia adelante, FIX espera que la compañía sostenga un plan de expansión en línea con las condiciones de demanda del sector, con alta tasa de ocupación y márgenes en torno al 28-30% para próximos ejercicios.

**Manejo consolidado del grupo:** La calificación incorpora el fuerte vínculo legal, estratégico y operacional a nivel consolidado con el resto de las compañías del grupo económico, incluyendo las distintas empresas que lo componen, siendo Zonamerica S.A. la principal compañía de este, aportando alrededor del 65% de los ingresos y 55% del EBITDA. Zonamerica Ltd. (holding) centraliza la administración del grupo, y recibe dividendos de sus subsidiarias operativas, que opera luego con fuente de financiamiento de compañías del grupo. La deuda del grupo asciende a USD 48 millones, correspondiente en su totalidad a Zonamerica S.A. Montevideo Teleport International (MTI) S.A. e Inversiones Zonamerica S.A. otorgaron fianzas solidarias a la compañía por alrededor de USD 48 millones a septiembre 2025. FIX espera que Zonamerica S.A. siga siendo, mediante la distribución de dividendos, el principal generador de flujos del grupo.

**Modelo de negocios en expansión:** Si bien la compañía ha presentado un EBITDA en torno a los USD 9,6 millones en los últimos 5 ejercicios, producto de la estabilidad de ingresos, la expansión de m<sup>2</sup> finalizada en 2024 y un adecuado manejo de costos, Zonamerica se encuentra en continua expansión. La compañía prevé la construcción de un edificio similar al desarrollado en 2024, con inversiones de capital estimadas en alrededor de USD 11 millones, financiado principalmente a través de deuda. FIX estima que su concreción elevaría el nivel de deuda de Zonamerica a alrededor de USD 55 millones para el periodo 2026-2027, con un apalancamiento de aproximadamente 5x a EBITDA y un Loan-to-Value proforma en torno al 67%, con un desapalancamiento en periodos posteriores a partir de la generación de EBITDA incremental del proyecto. De todas formas, la compañía se ha mostrado prudente en sus expansiones, ejecutando inversiones en base a condiciones de demanda y con contratos en firme, manteniendo un nivel estable de vacancia, por lo que FIX espera que éste no se altere significativamente. A su vez, FIX espera que el Flujo de Fondos Libre (FFL) de Zonamerica se mantenga en terreno negativo por alrededor de USD 7 millones en 2026, como consecuencia de las inversiones planeadas y la política de distribución de dividendos hacia su controlante, logrando flujos libres positivos en 2028 a partir de la finalización de obra.

## Sensibilidad de la Calificación

FIX considerará una baja en la calificación en el caso de existir (i) un menor nivel de rentabilidad producto de la baja en la ocupación o reducción de los precios de arrendamiento y/o alquiler o (ii) un mayor endeudamiento producto de elevados niveles de distribución de dividendos y/o otorgamiento de préstamos intercompañía que generen un flujo de fondos libres negativo constante en el tiempo.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	A(uy)
Perspectiva	Estable

### Resumen Financiero

Zonamerica S.A.		
Consolidado (USD miles)	30/09/25 12 meses	30/09/24 12 meses
Total Activos	100.904	99.080
Deuda Financiera	48.076	46.126
Ingresos	36.596	35.060
EBITDA	9.930	8.265
EBITDA (%)	27,1	23,6
Deuda Total /EBITDA (x)	4,8	5,6
Deuda Neta /EBITDA (x)	4,8	5,4
EBITDA / Intereses (x)	5,5	5,8

### Criterios Relacionados

[Manual de Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas, Registrado ante el Banco Central del Uruguay.](#)

### Analistas

Analista Principal  
Lisandro Sabarino  
Director  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
+54 11 5235 8119

Analista Principal  
Gustavo Ávila  
Director Senior  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
+54 11 5235 8119

FIX podría revisar la calificación a la suba de un escalón en el caso de (i) consolidación del proceso de expansión, manteniendo niveles de ocupación y precios estables con un consecuente incremento de EBITDA y flujos operativos que se traduzca en una reducción del apalancamiento a niveles inferiores a 4x (sin considerar futuras expansiones) y (ii) niveles de distribución de dividendos y/o otorgamiento de préstamos intercompañía que generen un Flujo de Fondos Libres positivos constante en el tiempo.

## Liquidez y Estructura de capital

**Ajustada liquidez mitigada por adecuada flexibilidad financiera:** Zonamerica opera con una ajustada posición de liquidez mitigada por la adecuada flexibilidad financiera como consecuencia de los activos que detenta para ofrecer en garantía (USD 54 millones aproximadamente, netos de las garantías vigentes a septiembre 2025). La compañía ha demostrado tener buen acceso al financiamiento tanto bancario de mediano/largo plazo y al mercado de capitales.

**Adecuada estructura de vencimientos de deuda:** A septiembre 2025, la deuda financiera se ubicó en USD 48 millones, aumentando en USD 1,9 millones con respecto a los USD 46,1 millones del cierre de 2024, con un ratio de deuda/EBITDA de 4,8x, mostrando un desapalancamiento con respecto al 5,6x de 2024. Por otro lado, el Loan-to-Value de la compañía se mantiene estable desde 2023 en torno al 64-66%. La deuda se encuentra compuesta por préstamos bancarios amortizables con los bancos locales BBVA, BROU, Santander y HSBC. FIX considera que el nivel de endeudamiento es mitigado por mejores condiciones en los préstamos bancarios obtenidos entre 2022 y 2025 dado por mayores plazos y menores tasas de interés negociadas por la compañía en torno a 2%-5%, mejorando las coberturas de intereses; las cuales FIX estima que se mantendrán por encima del 5x desde 2026. No obstante, cabe aclarar que la compañía tiene compromisos de cesión de ingresos a la cancelación de servicios de deuda equivalentes a alrededor de USD 6,2 millones anuales, los que representan el 20,5% de las ventas y el 103% de los flujos de caja operativos.

## Perfil del negocio

Zonamerica S.A. forma parte del grupo Zonamerica Ltd. que se dedica a desarrollar la zona franca autorizada en las afueras de Montevideo (departamento de Montevideo). La compañía posee dicha concesión por 50 años, con vencimiento en 2040. Zonamerica se encuentra instalada en un punto estratégico del cono sur, dada su cercanía con grandes centros urbanos como Buenos Aires y Porto Alegre, en un predio de alrededor de 92 hectáreas, de las cuales aproximadamente 85 son propiedad de la compañía. Zonamerica brinda arrendamientos y distintos tipos de servicios a las compañías alojadas en el predio, las cuales van desde compañías de logística, servicios financieros, call centers, servicios compartidos y consultoras, hasta desarrolladoras de software y biotecnológicas. Con más de 300 empresas físicamente instaladas dentro del parque, alberga a más de 10.000 trabajadores. En la actualidad, de los 26 edificios construidos en la zona franca, Zonamerica es propietaria de 17 de ellos contando con más de 93 mil m<sup>2</sup> arrendables.

## Estructura Societaria

El grupo Zonamerica opera como un consolidado, con una administración centralizada que busca maximizar la rentabilidad del conjunto. Zonamerica Ltd opera como la inversora del grupo, no realizando operaciones de forma individual, mientras que Zonamerica S.A. representa alrededor del 65% de los ingresos del grupo y el 55% del EBITDA. Existen, a su vez, operaciones cruzadas entre las compañías del grupo. A 2025, Montevideo Teleport International (MTI) S.A. e Inversiones Zonamerica S.A. constituyen en fiadores solidarios por USD 48 millones y, a su vez, Zonamerica S.A. distribuye dividendos al holding con el fin de financiar inversiones que no se encuentran en cabeza de la subsidiaria. FIX espera que Zonamerica S.A. siga siendo, mediante la distribución de dividendos, el principal generador de flujos del grupo.

Actualmente el grupo consolidó su expansión regional del modelo de negocios, replicando la metodología utilizada en Montevideo, pero con socios y financiación local, con la construcción en Cali, Colombia de una Zona Franca que cuenta con cuatro edificios ya edificados y en

proceso de concreción de la quinta etapa donde ofrecen arrendar espacios con todos los servicios y tecnologías requerida por la industria para convertirse en un gran polo de negocios.

### Regulación de Zonas Francas - Beneficios fiscales (Ley 15.921 y Ley 19.566)

Los usuarios de una zona franca adquieren derecho a operar mediante contrato oneroso celebrado con el explotador (usuarios directos) o con usuarios existentes (usuarios indirectos). Ambos requieren autorización de la Dirección General de Comercio – Área Zonas Francas para operar. Los usuarios pueden utilizar las instalaciones que le brindan los explotadores de la zona franca o construir las propias, comprando al administrador el terreno y contratando con él los servicios generales, ya que sustituyen lo monopolios estatales por empresas propias o contratadas que prestan los servicios básicos como electricidad, agua, seguridad, telecomunicaciones, entre otros.

Los clientes de Zonamerica se constituyen como usuarios de Zona Franca, beneficiándose de paquetes fiscales y aduaneros. La ley de Zonas Francas garantiza la exoneración de todo impuesto creado a crearse a las empresas usuarias de Zona Franca durante la duración de su contrato con Zonamerica. Los usuarios cuentan con los siguientes beneficios fiscales:

- Exención del impuesto a la renta (25%) y del patrimonio (1,5% para empresas).
- Exención del impuesto al valor agregado (22%).
- Completa exoneración de todos los impuestos y tasas aduaneras e impuestos sobre ventas.
- Posibilidad de repatriar el 100% de su capital y ganancias.
- Exención a los aportes a la seguridad social para funcionarios extranjeros.
- Almacenaje sin tiempo para todo tipo de bienes.
- Inexistencia de monopolios estatales.

### Infraestructura

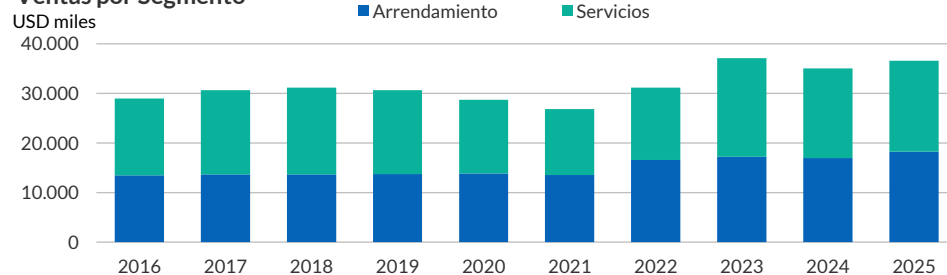
El Parque ha sido diseñado para un segmento de empresas multinacionales con altas exigencias en materia de telecomunicaciones, seguridad y demás servicios. A septiembre 2025, Zonamerica posee 93.378 m<sup>2</sup> rentables con un porcentaje de ocupación promedio superior al 90%. La compañía brinda arrendamiento de depósitos y oficinas clasificadas en A+, A y B+ según el nivel arquitectónico e infraestructura. Por otro lado, la compañía posee alrededor de 40 hectáreas en landbank, de las cuales aproximadamente 28 hectáreas corresponden a m<sup>2</sup> edificables.

### Ingresos y cartera de Clientes

Los precios de arrendamiento se encuentran en línea con los precios de la región, considerando un adicional por tratarse de alquileres en una zona franca. (Ver Posición Competitiva).

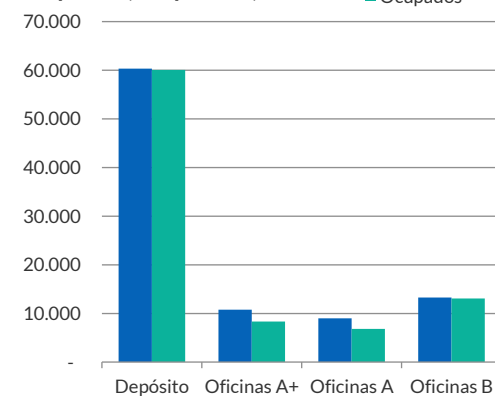
Los usuarios pagan a Zonamerica un alquiler mensual en dólares por adelantado. Los contratos de usuario (tanto de oficinas como de logística) pueden celebrarse a un plazo máximo de 15 años para actividades industriales y 10 años para actividades comerciales o de servicios, siempre que su vencimiento no exceda el 16/02/2040.

### Ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Metros cuadrados rentables y ocupados (a sep-2025)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía actualiza cuatro modalidades para actualización de precios de arrendamientos, donde la más representativa de su cartera se realiza según la variación del Índice de Precios al Consumidor de Estados Unidos, aunque también se cuenta con métodos mixtos que utilizan tanto la variación de precios en Estados Unidos como en Uruguay. Adicionalmente, cada usuario, incluyendo aquellos que poseen instalaciones propias, paga mensualmente a Zonamerica un precio por metro cuadrado ocupado por servicios comunes. Asimismo, la empresa brinda otros servicios tales como seguros, construcción de obras adicionales, mantenimiento, etc.

FIX considera que estas cláusulas contractuales permiten a la compañía mantener un reducido nivel de incobrabilidad. Los contratos establecen que la falta de cumplimiento en los pagos en tiempo y forma puede ser castigada con multas y recargos por mora (equivalente al 10% de la suma adeudada más intereses moratorios), otorgándose una tolerancia de 45 días después del vencimiento para interferir en la entrada y salida de los bienes al predio. Para el caso de los clientes logísticos adicionalmente, transcurridos el plazo de tolerancia, Zonamerica tiene derecho a dejar de prestar los servicios básicos.

### Estructura de Costos

Los costos se encuentran mayormente denominados en pesos, siendo las retribuciones al personal y las cargas sociales el de mayor relevancia; representando el 30% de los costos operativos y el 22% de los ingresos en promedio de los últimos 5 años. Debido a que los ingresos se encuentran denominados en dólares, la compañía podría ver reducidos sus márgenes operativos en los períodos donde la inflación supera la variación del tipo de cambio.

#### Estructura de costos

USD miles	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Ventas</b>	<b>26.858</b>	<b>31.182</b>	<b>37.105</b>	<b>35.060</b>	<b>36.596</b>
Retribuciones y cargas sociales	2.945	3.505	4.284	4.697	4.986
Amortizaciones	3.252	3.305	3.197	3.261	3.652
Servicios Contratados	2.460	3.180	4.168	4.203	4.634
Energía Eléctrica	2.025	2.489	3.032	2.767	2.482
Canon	809	767	782	780	825
Otros	2.878	3.582	6.895	5.512	5.487
<b>Costos de Ventas</b>	<b>14.368</b>	<b>16.827</b>	<b>22.358</b>	<b>21.220</b>	<b>22.065</b>
Retribuciones y cargas sociales	3.212	3.564	4.444	4.617	4.324
Impuestos	1.067	1.061	1.039	1.058	908
Publicidad	193	281	261	278	454
Honorarios	406	515	720	404	314
Amortizaciones	183	201	297	235	253
Otros	1.484	1.607	1.784	2.478	2.254
<b>Administración, Comercialización y Otros</b>	<b>6.545</b>	<b>7.229</b>	<b>8.545</b>	<b>9.071</b>	<b>8.507</b>

Fuente: información de la empresa, Fix Scr

### Posición competitiva

La competencia es regional y en ciertas actividades no solo se consideran los beneficios fiscales sino también los costos, accesos a las oficinas, la plataforma de telecomunicaciones, situación socioeconómica y marco regulatorio del país, ampliando la competencia a zonas no francas. Los mayores competidores inmediatos de Zonamerica son los operadores de otras zonas francas (ZZFF), que en el Uruguay actualmente funcionan Zona Nueva Palmira (estatal), Fray Bentos (UPM), CUECAR S.A. (UPM), Libertad, Punta Pereira (Montes del Plata), Colonia Suiza, Florida, Zonamerica, WTC Free Zone, WTC Punta del Este (inaugurada en diciembre 2025), Parque de las Ciencias y Aguada Park. Adicionalmente, se encuentra en construcción Zona Franca del Plata en Colonia con expectativa de apertura en el primer semestre de 2026, para llegar a un total de 14 recintos habilitados.

Las zonas francas son parte del motor de crecimiento de la economía uruguaya y son intensivas en empleo, en diversos casos con alto nivel de capacitación. En base al último censo (2020) de zonas francas el Valor Agregado Bruto (VAB) representó aproximadamente el 5,2% del PIB creciendo desde el 3,5% del PIB (2014). Según datos de Uruguay XXI, a noviembre 2025, las 12 zonas francas representaron más del 30% de las exportaciones totales del país al sumar unos USD 3.970 millones.

## Riesgo del Sector

La compañía opera en un sector cuya evolución se encuentra vinculada al nivel de actividad económica y comercial, costos logísticos, precios de alquileres y al marco regulatorio tanto locales como regionales.

Según el Banco Central del Uruguay (BCU), el Producto se expandió un 3,1% en 2024, traccionado por un incremento del 8,3% de las Exportaciones y una caída del 1,5% de las Importaciones, que mitigan una caída del 7,1% en la Inversión. A nivel sectorial, se observó una caída del 1,6% en Construcción frente a un crecimiento del 3,2% en Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas y del 0,9% en Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios. Por otro lado, para el tercer trimestre de 2025, se observó un crecimiento del Producto del 1,2% frente al mismo periodo 2024, impulsado por un incremento de las Exportaciones del 5,2%. En términos sectoriales, Construcción presenta una caída del 3,1%, compensada por una suba del 5,4% en Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas. Por otro lado, según la agencia pública Uruguay XXI, las exportaciones desde Zonas Francas entre enero y noviembre 2025 alcanzaron los USD 3.970 millones, mostrando una reducción del 7% respecto al mismo período 2024. Para 2026 y 2027, se espera un crecimiento anual del Producto en torno al 1,9-2%, según la Encuesta de Expectativas Económicas del BCU a diciembre 2025.

Respecto al segmento de alquileres de oficinas, según Colliers International Uruguay, a 2024 el inventario de superficie de oficinas A y A+ en Montevideo ascendió a alrededor de 340 mil m<sup>2</sup>, de los cuales 115,2 mil m<sup>2</sup> se ubican en las Zonas Francas de Aguada, Pocitos Nuevo y Zonamerica. En dicho año, ingresaron al mercado 7,2 mil m<sup>2</sup> de oficinas, con 91,8 mil m<sup>2</sup> de superficie proyectada a volcarse al mercado en el periodo 2025-2027. Respecto a esto, se espera un crecimiento promedio anual del inventario de un 11%, con alrededor de 18,2 mil m<sup>2</sup> anuales adicionales de oficinas. Por otro lado, la vacancia ascendió al 15% para oficinas A (frente al 13,5% en 2023) y al 3,5% para oficinas A+ (frente al 2,3% en 2023). Por su parte, el precio promedio de alquiler en USD/m<sup>2</sup> se muestra en ascenso para los últimos cinco años, ascendiendo a USD 37,2 para oficinas A+ y USD 22,7 para oficinas A, a fines de 2024.

## Administración y Calidad de los accionistas

Zonamerica es una empresa enfocada en el desarrollo de servicios de zona franca y servicios complementarios con actividad en Uruguay desde 1990. Además, el grupo realiza negocios inmobiliarios, operando desde 2017 una zona franca de servicios en Cali, Colombia. Zonamerica Ltd, es la empresa holding del grupo que consolida con las demás compañías operativas del grupo.

## Factores de Riesgo

**Actividad altamente regulada:** Cambios en las regulaciones nacionales y del MERCOSUR, así como cualquier cambio legal en los países de la región respecto de las zonas francas o actividades relacionadas podría afectar las actividades de la compañía.

**Sensibilidad a la actividad económica y comercial:** Los Ingresos de la compañía se encuentran expuestos a las variaciones en la actividad económica y comercio de la región, con impacto principalmente en la actividad de logística, así como también en los precios de los alquileres.

**Competencia de parques industriales y zonas francas en la región:** Esto se encuentra mitigado por el grado de desarrollo alcanzado por Zonamerica y la diferenciación en cuanto a calidad de producto ofrecido.

**Necesidades de financiamiento del grupo:** La mayor necesidad de fondos del grupo podría producir un incremento de endeudamiento de la compañía.

**Exposición a la variación cambiaria:** Con ingresos mayormente denominados en dólares, un incremento de la inflación local mayor a la variación del tipo de cambio podría provocar una reducción de los márgenes operativos de la compañía.

## Enfoque ESG (Ambientales, Sociales y Gobernanza)

El sector de Real Estate, se encuentra sometido a una serie de factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) que deben ser considerados para garantizar su sostenibilidad. Desde el punto de vista ambiental, durante la fase operativa del edificio, las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), los residuos y la contaminación pueden generar riesgos de cumplimiento regulatorios y reputacionales. En termino de uso de tierras podría ubicarse en zonas sensibles de biodiversidad o provocar impactos negativos en dichas áreas. Por otro lado, se deberá tener en cuenta el consumo energía, y generación de residuos. Se evaluarán los potenciales impactos negativos que existan sobre la calidad de vida, seguridad y salud de las comunidades aledañas, así como también las políticas y medidas de prevención y mitigación para responder a dichos riesgos. En cuanto al cambio climático, se evaluarán los riesgos climáticos físicos (eventos climáticos extremos) que pueden dañar los activos inmobiliarios, aumentando los costos de reparación y depreciando el valor de la propiedad. En termino de riesgos de transición, se evaluarán los riesgos regulatorios, de mercado, reputacionales, etc que tengan incidencia en el sector. Se considerará las medidas de adaptación y mitigación a implementar por la compañía en relación con ambos riesgos climáticos.

En el ámbito social, el grado de compromiso tanto con las comunidades como con los clientes. Cuestiones como la vivienda asequible y los edificios sustentables son fundamentales a la hora de afrontar las nuevas preferencias de los consumidores. La seguridad de los trabajadores en la etapa de construcción será tomada en cuenta para evaluar las condiciones laborales, políticas de contrataciones, medidas de prevención y mitigación ante potenciales peligros. La vida útil de los edificios también son factores relevantes a tener en cuenta para evitar aumentos en el costo financieros y problemas de reputación.

En tanto, a nivel de gobierno corporativo se evalúa la independencia del directorio, la diversidad de su junta directiva, su compromiso con la sustentabilidad, los mecanismos de control y toma de decisiones. Se tendrán en cuenta las políticas de transparencia en la información pública, códigos de conducta y la trayectoria de la compañía. Una buena gobernanza corporativa es esencial para garantizar que las inversiones inmobiliarias sean gestionadas de manera ética y eficiente. Además, resulta significativo, el reporte y seguimiento frecuente de métricas de gestión ESG y la comunicación transparente con los inversores y partes interesadas. Por otro lado, se evaluará la estrategia corporativa hacia la descarbonización, con la aplicación de nueva tecnología y la construcción de edificios con certificaciones y estándares sustentables (edificios verdes). Se consideran las emisiones de Bonos Verdes, Sociales, Sostenibles o Vinculados a Sostenibilidad, préstamos con multilaterales, o cualquier clase de instrumento financiero que implique cumplimiento de un due diligence de estos últimos o de estándares de inversores institucionales.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

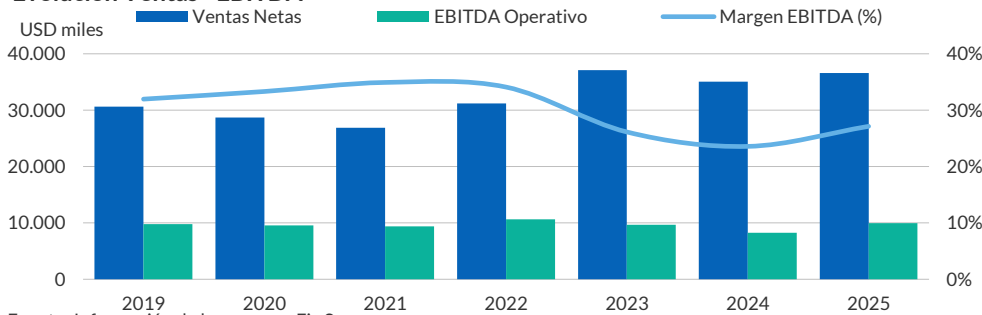
Los ingresos de Zonamerica resultan estables y predecibles, dado que los contratos con los arrendatarios se estipulan en dólares con un plazo promedio de 8 años. Los ingresos de la compañía varían en función de los m<sup>2</sup> rentables, el nivel de ocupación y la variación de los precios de los espacios arrendados.

A septiembre 2025, los ingresos de la compañía ascendieron a USD 36,6 millones, con un incremento del 4,4% respecto a 2024. Esto se fundamenta en mayores ingresos tanto por Arrendamientos (7,5% de incremento frente a 2024) como por Servicios (1,5% superior a 2024), considerando una mayor ocupación de m<sup>2</sup> rentables (95% en 2025 respecto a 87% en 2024) y mayores precios por m<sup>2</sup>.

Por su parte, el EBITDA ascendió a USD 9,9 millones en 2025, lo que representa un aumento del 20% respecto a los USD 8,2 millones observados en 2024. El margen EBITDA alcanzó el 27,1% en 2025, mostrando un incremento de 3,56 puntos porcentuales frente a 2024. El aumento del EBITDA se fundamenta en el proceso de reducción de costos que se encuentra

llevando adelante la compañía, presentando un margen operativo del 16,5% en 2025 frente a un 13,6% en 2024.

### Evolución Ventas - EBITDA



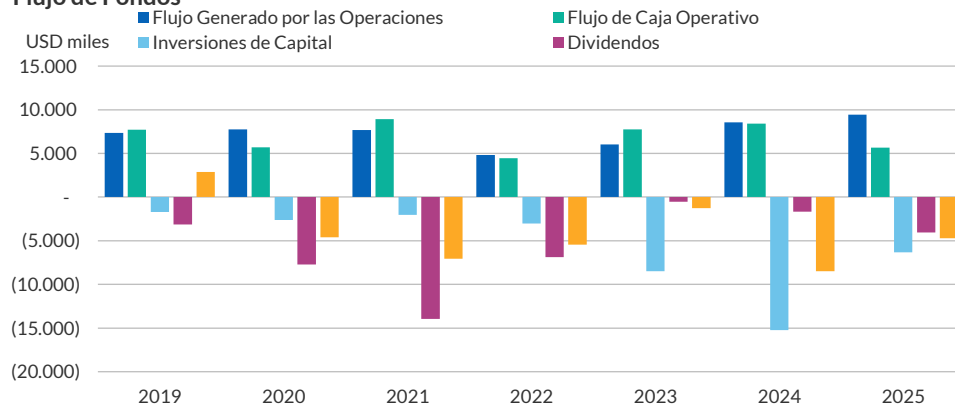
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

FIX espera, para el año fiscal 2026, un incremento de las ventas en el orden de USD 1 millón adicional dado el ingreso de 1,4 mil m<sup>2</sup> de área rentable por parte de la compañía dado su proceso de reconversión y ampliación de inmuebles, así como márgenes en torno al 28%.

### Flujo de fondos

En los últimos 5 años, Zonamerica generó un Flujo de Caja Operativo (FCO) estable, en el orden los USD 7 millones en promedio. En 2025, la compañía realizó inversiones de capital por USD 6,3 millones destinadas a mejoras de infraestructura existente y finalización de obras. Esto marca un retorno a niveles de inversión cercanos a periodos previos, representado un 17% respecto a ingresos del periodo (promedio 11% de inversiones de capital a ventas entre 2015-2023), frente a 2024 donde se incurrieron USD 15,2 millones. Respecto a la distribución de dividendos, esta ha sido errática en el pasado, en base a la generación de fondos de la compañía y las necesidades del grupo. En 2025, Zonamerica distribuyó dividendos por USD 4 millones, superior a lo distribuido en los últimos dos periodos. La distribución de dividendos y la inversión de capital que la compañía realiza de manera recurrente, resultando en un Flujo de Fondos Libre (FFL) históricamente negativo (que alcanzó los USD 4,7 millones en 2025) y representa incrementos del nivel de deuda de manera regular.

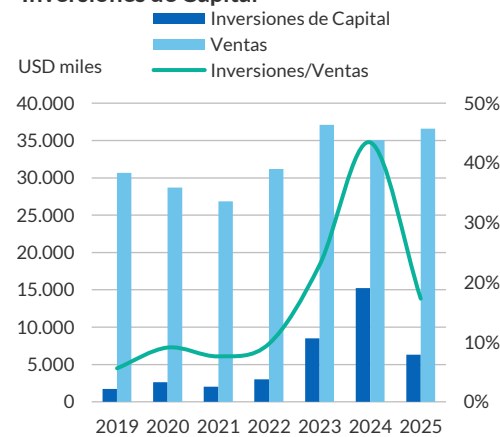
### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

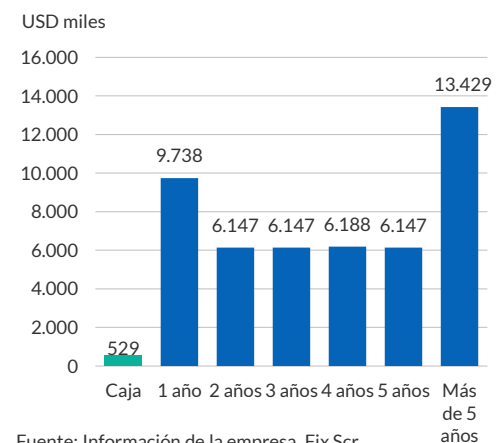
Hacia adelante, FIX espera una generación de FGO en torno a los USD 9 millones, con FFL negativos entre 2026 y 2027 de ejecutarse el plan de inversión de Zonamerica, sujeto a condiciones de demanda, y la política de distribución de dividendos que lleva adelante la compañía.

### Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Vencimientos de Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Liquidez y estructura de capital

A septiembre 2025, la deuda financiera de Zonamerica se ubicó en USD 48 millones, mostrando un incremento de USD 1,9 millones respecto a los USD 46,1 millones al cierre de 2024, en línea con el FFL libre negativo observado para la compañía. La misma se encuentra compuesta por préstamos bancarios amortizables con los bancos locales BBVA, BROU, Santander y HSBC, con vencimientos mensuales escalonados hasta 2035. El ratio de deuda a EBITDA ascendió a 4,8x en 2025, mostrando un desapalancamiento respecto a 2024, donde resultó en 5,6x, resultado del incremento de la rentabilidad observado en el periodo. Sin embargo, aún se encuentra en niveles superiores a los observados en los 5 ejercicios previos. Durante el ejercicio 2025, la compañía obtuvo préstamos de corto plazo por USD 3 millones con Banco Itaú (USD 2 millones, vencimiento noviembre 2025) y BBVA (USD 1 millón, vencimiento febrero 2026). Estos han sido renovados con BBVA a diciembre 2025, a 3 meses, dado que la compañía posee la expectativa de renovación de deuda a largo plazo a mejores tasas.

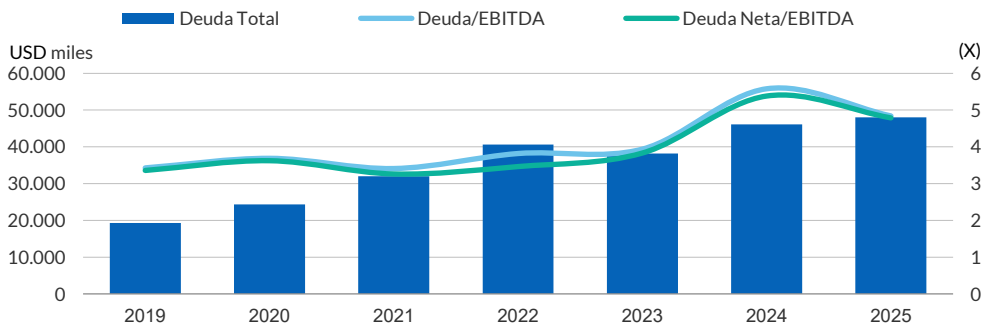
La calificación contempla la expectativa de FIX de que la compañía refinance vencimientos de deuda a mayores plazos y continuando el proceso de desapalancamiento. Se esperan niveles de deuda en torno a los USD 55 millones, considerando alrededor de USD 6,5 millones de deuda adicional y con un apalancamiento a EBITDA cercano al 5x de concretarse inversiones de capital en cartera de Zonamerica.

## Capitalización

USD miles	2025	%
Deuda de Corto Plazo	9.769	11%
Deuda de Largo Plazo	38.308	43%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	48.076	54%
Total Patrimonio	40.408	46%
Total Capital Ajustado	88.485	100%

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

## Deuda Total v Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Zonamerica opera de manera histórica con una acotada posición de liquidez posición, cubriendo en un 5% los vencimientos corrientes de la compañía, a septiembre 2025. Por otro lado, el FGO históricamente positivo de la compañía permite cubrir vencimientos corrientes con el flujo generado por las actividades ordinarias. En los últimos periodos, la cobertura de deuda de corto plazo con FGO se mantuvo en torno al 1x.

## Liquidez - Zonamerica S.A.

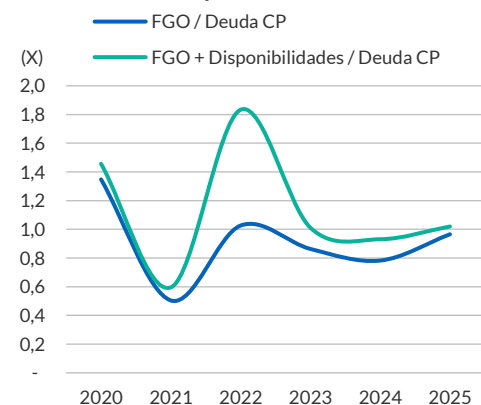
USD miles	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo Generado por las Operaciones	7.336	7.732	7.671	4.801	6.024	8.569	9.430
Caja e Inversiones Corrientes	686	624	1.389	3.777	1.033	1.628	529
Deuda Corto Plazo	2.469	5.738	15.217	4.679	6.979	10.955	9.769
Deuda Largo Plazo	16.812	18.636	16.771	35.925	31.208	35.171	38.308

## Indicadores Crediticios

FGO / Deuda CP	3,0	1,3	0,5	1,0	0,9	0,8	1,0
FGO + Disponibilidades / Deuda CP	3,2	1,5	0,6	1,8	1,0	0,9	1,0
Deuda Total / FGO	2,6	3,2	4,2	8,5	6,3	5,4	5,1

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía ha demostrado tener buen acceso al financiamiento bancario de mediano/largo plazo y al mercado de capitales. En 2004 la compañía emitió ON por USD 9.7 millones garantizadas por Zonamerica Ltd. Las mismas fueron canceladas al vencimiento. Los principales bancos del grupo son BBVA, BROU, Santander y HSBC. En noviembre 2017 la compañía emitió una serie de ON por USD 11 millones con vencimiento en 12 años, con 6 años de gracias al pago de capital y con una tasa de interés con un máximo de 7,25% y un mínimo de 6% anual. Durante 2021, la compañía decidió hacer uso de la opción de rescate anticipado de las ON Serie I saliendo de la financiación provista por el mercado de capitales, haciendo uso de préstamos bancarios de largo plazo. Recientemente ZA con la finalidad de financiar la nueva nave destinado a logística obtuvo nuevos préstamos por USD 10 millones a 10 años con dos instituciones bancarias, uno de los cuales con ventajas en el costo financiero en el marco de la certificación GREEN que acredita su construcción y operación, con altos estándares de sostenibilidad ambiental y eficiencia energética. A septiembre 2025, la compañía posee líneas disponibles por USD 12,5 millones con los principales bancos del grupo.

Del total de activos de la compañía, USD 73 millones a septiembre 2025, Zonamerica posee en garantías USD 18,7 millones con entidades bancarias, teniendo el resto de los activos libres por USD 54,3 millones. Por otro lado, la compañía tiene créditos cedidos en garantía para ciertas líneas de crédito.

## Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Zonamerica S.A.					
(miles de USD, año fiscal finalizado en septiembre)					
Cifras Consolidadas					
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2025	2024	2023	2022	2021
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	9.930	8.265	9.696	10.631	9.379
EBITDAR Operativo	9.930	8.265	9.696	10.631	9.379
Margen de EBITDA	27,1	23,6	26,1	34,1	34,9
Margen de EBITDAR	27,1	23,6	26,1	34,1	34,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,7	11,9	9,1	7,2	11,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(12,8)	(24,2)	(3,4)	(17,5)	(26,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,2	6,1	17,4	12,8	8,2
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,2	7,0	6,5	5,0	6,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,5	5,8	8,9	8,9	6,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5,5	5,8	8,9	8,9	6,9
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	0,7	1,2	1,8	0,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,9	0,7	1,2	1,8	0,6
FGO / Cargos Fijos	6,2	7,0	6,5	5,0	6,7
FFL / Servicio de Deuda	(0,2)	(0,6)	(0,0)	(0,7)	(0,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	(0,4)	0,1	(0,1)	(0,3)
FCO / Inversiones de Capital	0,9	0,6	0,9	1,5	4,4
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,3	4,6	5,4	6,8	3,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,8	5,6	3,9	3,8	3,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,8	5,4	3,8	3,5	3,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	4,8	5,6	3,9	3,8	3,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	4,8	5,4	3,8	3,5	3,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,4	4,1	3,7	4,0	4,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	20,3	23,8	18,3	11,5	47,6
<b>Balance</b>					
Total Activos	100.904	99.080	92.684	96.068	89.228
Caja e Inversiones Corrientes	529	1.628	1.033	3.777	1.389
Deuda Corto Plazo	9.769	10.955	6.979	4.679	15.217
Deuda Largo Plazo	38.308	35.171	31.208	35.925	16.771
Deuda Total	48.076	46.126	38.188	40.604	31.988
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	48.076	46.126	38.188	40.604	31.988
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	48.076	46.126	38.188	40.604	31.988
Total Patrimonio	40.408	37.853	39.593	43.057	45.223
Total Capital Ajustado	88.485	83.979	77.780	83.661	77.211

<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	9.430	8.569	6.024	4.801	7.671
Variación del Capital de Trabajo	(3.754)	(143)	1.709	(343)	1.252
Flujo de Caja Operativo (FCO)	5.676	8.426	7.733	4.458	8.923
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(6.321)	(15.227)	(8.488)	(3.025)	(2.043)
Dividendos	(4.054)	(1.677)	(521)	(6.876)	(13.943)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(4.698)	(8.478)	(1.276)	(5.443)	(7.062)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	1.667	1.134	2.459	(2.544)	176
Variación Neta de Deuda	1.932	7.939	(2.429)	8.878	7.685
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	(8)	(34)
Variación de Caja	(1.099)	595	(1.246)	884	765
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	36.596	35.060	37.105	31.182	26.858
Variación de Ventas (%)	4,4	(5,5)	19,0	16,1	(6,5)
EBIT Operativo	6.025	4.770	6.201	7.126	5.944
Intereses Financieros Brutos	1.819	1.429	1.086	1.201	1.352
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	7.690	2.465	7.374	6.377	4.117
<b>Otras Métricas</b>					
Cuentas por Cobrar	29	23	22	35	24
Días de Inventarios	6	7	6	7	7
Cuentas por Pagar	31	66	61	50	41

## Anexo II - Glosario

- 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
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Landbank: banco de tierras en propiedad de la compañía
- m<sup>2</sup>: metros cuadrados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo

## 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.** reunido el **28 de enero de 2026**, confirmó\* en **Categoría A (uy) Perspectiva Estable** la calificación de emisor de largo plazo de **Zonamerica S.A.**

**Categoría A(uy):** "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas 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 altera la definición de la categoría correspondiente a la cual se los añade.

La perspectiva 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.

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.

### Crterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanza Corporativas registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

### Fuentes:

- Estados Contables Generales auditados anuales de Zonamerica S.A. hasta el 30/09/2025.
- Estados Contables Generales auditados anuales de Zonamerica Ltd. hasta el 30/09/2024.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte S.C.
- Información de gestión suministrada por la compañía a septiembre 2025 (arrendamientos, activos fijos, información adicional respecto a ingresos y costos) y diciembre 2025 (deuda financiera).

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. –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 LÍDER 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.