

Cledinor S.A. (Cledinor)

Informe Integral

Factores relevantes de la calificación

Calificaciones
Obligaciones Negociables
por hasta U\$S 60 MM **BBB+(uy)**

Perspectiva
Estable

Flujo de fondos volátil del grupo Marfrig Uruguay: el análisis crediticio se basa en las cifras consolidadas del grupo en Uruguay (Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia –Ver Anexo I), dado que las compañías relacionadas son garantes de las ON, y mantienen una fuerte interrelación incluyendo estrategia y management conjunto. Fix incorpora la elevada volatilidad intrínseca del negocio así como el fuerte posicionamiento del grupo en el sector ganadero en Uruguay y los buenos fundamentals de la demanda mundial en el mediano plazo.

Resumen Financiero
Grupo Marfrig Uruguay*

En miles de U\$S	6 Meses 31/03/18	12 Meses 31/09/17
Caja e inv. Corr.	31.072	14.590
Total Deuda Financiera	78.763	29.090
Ingresos	323.712	554.832
EBITDA	17.533	11.751
EBITDA (%)	5,4%	2,1%
Deuda/ EBITDA(**)	2,2x	2,5x
Deuda Neta/ EBITDA(**)	1,4x	1,2x

Industria cíclica y elevado riesgo operacional: Los márgenes de la compañía están afectados por factores que se encuentran fuera del control del Grupo Marfrig como condiciones climáticas inciertas, la competencia por el uso de la tierra y por la disponibilidad de ganado, condiciones sanitarias, acuerdos económicos de los países importadores con Uruguay y/o otros países exportadores y variación del tipo de cambio en Uruguay.

Estrategia de optimización de la estructura de capital: la emisión de ON garantizada por U\$S 60 millones con vencimiento a 10 años le permitió al Grupo Marfrig en Uruguay optimizar el nivel de endeudamiento. Luego de la emisión, la deuda financiera creció a USD 78.7 millones (U\$S 26 millones en sept'16) con un ratio consolidado de Deuda Neta/EBITDA de 1.4x (vs. 0x en sept'16). Los fondos se utilizaron para realizar un pago extraordinario de dividendos por aprox. en U\$ 24,7 millones. Marfrig Uruguay es el principal exportador de carne. Las exportaciones le permiten generar fondos en dolares lo cual le otorga acceso a condiciones de financiamiento a bajas tasas.

ON garantizadas por fideicomiso: La calificación de las obligaciones negociables contempla la estructura de la emisión que se encuentra garantizada por un fideicomiso en pago y garantía, cuyo activo subyacente serán los créditos cedidos por las ventas realizadas en el mercado local (sin tener en cuenta las ventas entre los propios fideicomitentes). La cobertura entre los fondos acumulados en las cuentas garantía versus los servicios de deuda será de 1.0x (acumulando 1/3 del servicio de deuda por mes) el monto de créditos al mar'18 era de USD 10.9 MM.

Vinculación con su controlante: La calificación incorpora la vinculación entre Cledinor y su controlante, Marfrig Global Foods S.A. (calificada por Fitch en BB- Perspectiva Estable y en A(br) en escala nacional, perspectiva estable). La perspectiva estable se basa en la favorable perspectiva del negocio con una amplia variedad de productos y diversificación geográfica, esperando lograr un flujo de fondos libre positivo para los próximos años y manteniendo una liquidez robusta. El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista. Sin embargo, la deuda de dos subsidiarias (Marfrig Overseas Ltd. y Marfrig Holding B.V.) de Marfrig Global Foods S.A. posee una cláusula de incumplimiento cruzado por U\$S 40 millones lo que si los bonos emitidos por las subsidiarias tuvieran algún incumplimiento, las ON de Marfrig Global se acelerarían.

*Resumen Financiero Grupo Marfrig Uruguay: Contempla información combinada de las cuatro (4) empresas correspondientes al grupo en Uruguay: Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia.
(**) EBITDA a mar'18 anualizado para el cálculo de los ratios

Criterios Relacionados
Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Fix: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings)

Analistas
Analista Principal
Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54 11 5235-8122
gcurutchet@fixscr.com

Analista Secundario
Mariano de Sousa
Analista
+54 11 5235-8141
mariano.desousa@fixscr.com

Responsable del Sector
Cecilia Minguillón
Director Senior
+54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Sensibilidad de la calificación

Incremento en el apalancamiento: Dados los factores cíclicos comentados y el elevado riesgo operacional al que está expuesta la industria y la compañía, la tolerancia a la deuda es baja. Un mayor endeudamiento del Grupo Marfrig Uruguay en el contexto actual de mercado y un deterioro en el manejo del capital de trabajo, podrían derivar en una baja en la calificación las Obligaciones Negociables de Cledinor.

Flujos de fondos negativos: De verificarse flujos de fondos libres negativos durante los próximos ejercicios podría derivar en una revisión a la baja en la calificación de las Obligaciones Negociables.

Liquidez y Estructura de capital

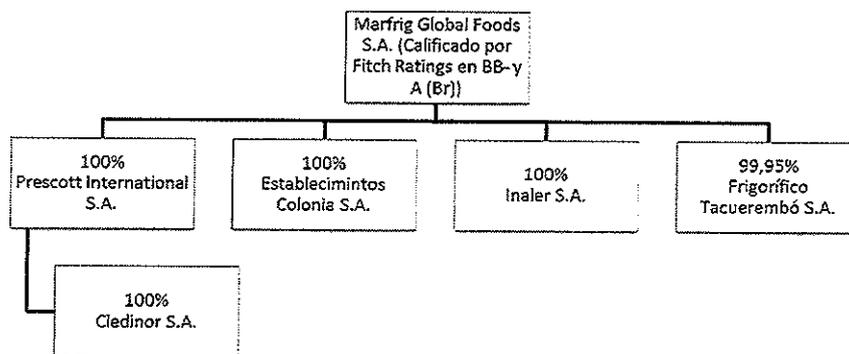
El grupo opera con una buena posición de liquidez. Al 31 de mar'2018 la caja ascendía a U\$S 31 millones y los vencimientos de corto plazo U\$S 16.6 millones. FIX espera que el grupo mantenga la liquidez necesaria para sostener la volatilidad del negocio.

Perfil del Negocio

Cledinor S.A. y sus compañías relacionadas Frigorífico Tacuarembó S.A., Establecimientos Colonia S.A. e Inaler S.A. (en adelante Marfrig Uruguay o el grupo), constituyen el principal grupo exportador de carnes de Uruguay, con exportaciones y faena que representan aproximadamente el 25% y 22% respectivamente de la industria frigorífica en el país. El grupo además es el mayor grupo económico de empresas privadas en Uruguay y el mayor empleador privado del país. Nuestro análisis crediticio se basa en las cifras consolidadas del grupo en Uruguay, dado que las cuatro compañías son garantes de las ON, y mantienen una fuerte interrelación, misma estrategia y un management conjunto.

Control Accionario - Marfrig

El accionista controlante de las compañías antes mencionadas es Marfrig Global Foods S.A. (calificada por Fitch Ratings en BB- y en escala nacional en A(Br)). Marfrig Global Foods es una compañía multinacional brasilera con presencia en 12 países, siendo una de las más diversificadas, con mayor presencia y con mayores empresas en el mercado mundial de proteínas. El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista, sin embargo las inversiones en la región son consideradas estratégicas debido a la calidad los productos exportados.



Operaciones

Marfrig Uruguay posee cuatro plantas propias y una alquilada, diversificadas en todo el territorio uruguayo, bajo un radio de 200 km. Esta diversificación amplía las fuentes y minimiza los costos del abastecimiento de acuerdo a la calidad de compra del ganado y sus requerimientos de ventas. El 96% de la hacienda es comprada a terceros siendo solamente el 4% de la hacienda del grupo es cautiva (propia o encargándose Marfrig del engorde).

Comercialización

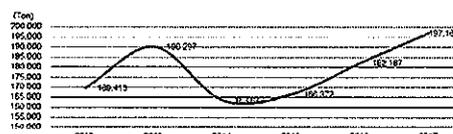
Los siguientes cuadros muestran la evolución de ventas medida en volumen y miles U\$S.

Evolución Facturación



Fuente: FIX SCR, Información provista por la compañía

Evolución Volumen



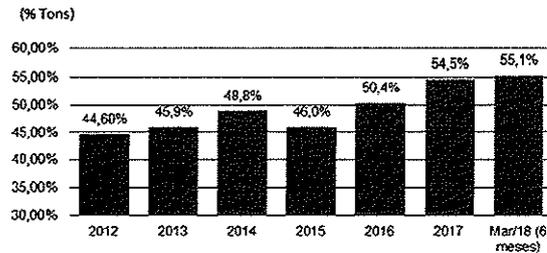
Fuente: FIX SCR, Información provista por la compañía

En los últimos años, las ventas del Grupo que se destinan al mercado externo aumentaron. En el año 2012 representaban el 44,6% de las toneladas, mientras que en el 2017

representan 54,5%. Dado que los precios de exportación son mayores en relación a los precios internos, la facturación al mercado externo alcanza a USD 441 millones, representando el 80% de las ventas totales en el ejercicio fiscal 2017. Las principales exportaciones se dirigen a Asia y Europa y representan el 37% y 24% respectivamente.

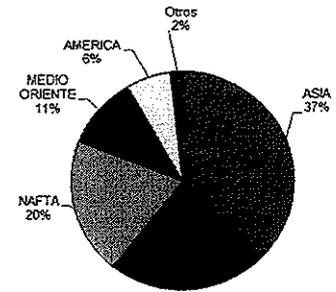
El volumen de toneladas vendido por el grupo se incrementó en un 8,2%, la mayor disponibilidad de animales hizo que se incrementen los niveles de faena y por otra parte, el grupo está iniciando una nueva estrategia que consiste en la importación de carnes provenientes en su mayoría de Brasil para consumo interno.

Facturación M.E



Fuente:FIX SCR; Información provista por la

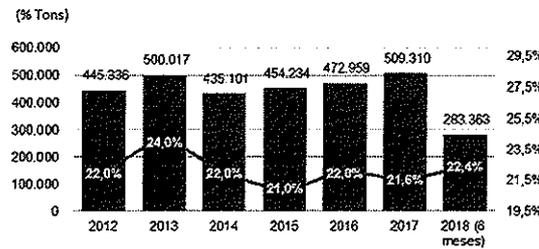
Participación % por facturación M.E.



Fuente:FIX SCR; Información provista por la compañía

El grupo mantiene desde 2006 una participación de mercado en la faena de bovinos superior al 20%. Las exportaciones del Grupo representan el 25% de las exportaciones totales del sector cárnico uruguayo y el 5% de las exportaciones totales del país.

Faena en cabezas y % Faena Nacional



Fuente:FIX SCR; Información provista por la compañía

Los precios locales y de exportación son volátiles dependiendo de la oferta y demanda mundial y el tipo de cambio.

En cuanto a la evolución de los precios de exportación de Uruguay se han recuperado luego de marcar un piso en 2017 y han tenido un incremento año contra año de 8%

Inversiones

La estrategia del Grupo Marfrig consiste en continuar con las inversiones en obras y equipamientos que mantengan actualizada tecnológicamente a las plantas y permitan cumplir con las exigencias sanitarias de los mercados que abastece. Para los próximos años el grupo no planea realizar inversiones extraordinarias de compras o expansiones. Se estima que las inversiones por mantenimiento del grupo rondan en U\$S 4.0 millones.

Riesgo del sector

La industria frigorífica de Uruguay es cíclica e influenciada por el ciclo ganadero que afecta los precios del insumo clave que es el ganado. La industria presenta un sólido perfil exportador, siendo Marfrig el principal exportador del país. A su vez Uruguay detenta el consumo de carne

por habitante más alto del mundo, con 61 kilos por persona por año. Produce cerca de 550 mil toneladas de carne vacuna al año, 180 mil para el consumo interno y 370 mil se van al mundo. La rentabilidad de la industria se ve afectada por factores climáticos, el crecimiento económico mundial, los acuerdos sanitarios entre Uruguay y el resto del mundo, las exportaciones de ganado en pie que presionan los precios del ganado y las enfermedades de animales que pueden generar el cierre de mercados.

La producción bovina es una de las principales actividades económicas de Uruguay, aprox. el 67% de la superficie explotada se dedica a la producción bovina. Uruguay actualmente está dentro del grupo de países "sin aftosa con vacunación". Las exportaciones uruguayas representan el 4% de las exportaciones mundiales. Los mercados de Europa y China no permiten el ingreso de productos provenientes de animales con hormonas y Uruguay es el único país que prohíbe las hormonas por ley y por lo tanto puede garantizar en forma casi exclusiva la ausencia de hormonas.

La consolidación de jugadores y la apertura de nuevos mercados internacionales mejoraron las perspectivas del sector. Hacia adelante, esperamos que la industria frigorífica continúe el sendero de crecimiento que experimentó en el último año, con un aumento de las exportaciones de carne en el mercado asiático.

Posición competitiva

El grupo detenta una buena posición competitiva dado que es el principal grupo exportador de carnes de Uruguay, con exportaciones y faena que representan aproximadamente el 25% y 22% respectivamente de la industria frigorífica en el país.

Factores de riesgo

- Volatilidad de los márgenes dado por los precios del principal insumo.
- Factores climáticos inciertos.
- Alta exposición al ciclo de negocio ganadero.

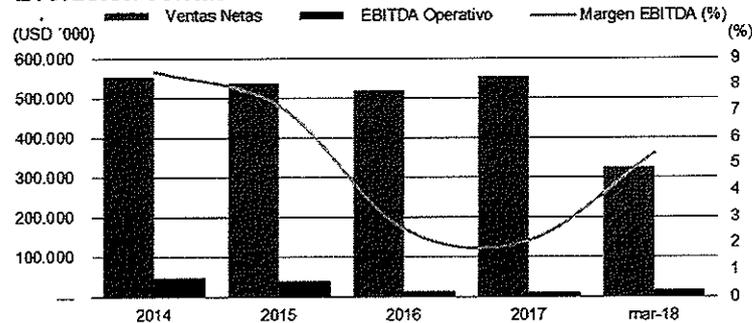
Perfil Financiero

Rentabilidad

El EBITDA del Grupo Marfrig muestra una importante volatilidad. La rentabilidad de la industria depende de la disponibilidad del ganado y los precios de la hacienda versus precios de exportación. El año fiscal a sept'17 mostró un reducido margen de rentabilidad de 2.1% (EBITDA USD 11.7 millones) explicado principalmente por bajos precios locales y de exportación. En los seis meses siguiente, se verificó un incremento en los precios de exportación y de los precios internos como resultado de un menor valor de la moneda uruguaya frente al dólar, a eso se le sumó una mayor faena derivada de la disponibilidad de animales por cuestiones climáticas que dieron por resultado un margen de EBITDA a mar'18 de 5.4% (EBITDA USD 17.5 millones).

FIX estima que el ejercicio de sep'2018 se espera que los ingresos del Grupo Marfrig rondan los US\$ 560 MM con precios internacionales en recuperación y con ello el margen en torno al 4% (USD 23MM).

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

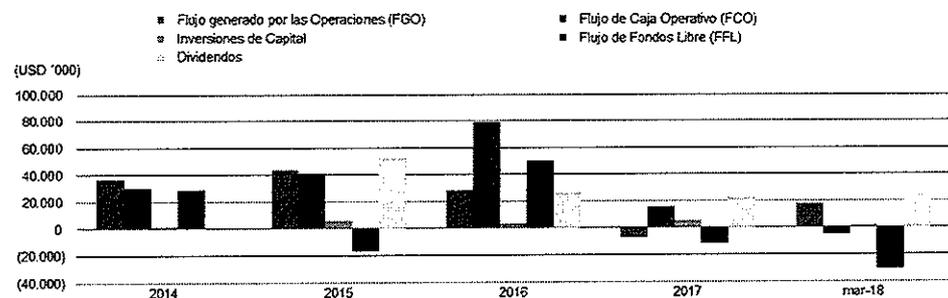
Al cierre del ejercicio a sept'17, el grupo Marfrig tuvo un flujo de caja operativo de U\$S 15,8 millones, principalmente debido a fondos generados por el capital de trabajo que ascendieron a USD 23,1 millones. Para adelante el grupo espera lograr mantener en 30 días la rotación promedio de cuentas por cobra e inventario y en 45 las cuentas por pagar. Asimismo, el grupo distribuyó dividendos por USD 22.3 millones y realizó inversiones de mantenimiento por USD 5.2 millones, obteniendo un flujo de fondos libre negativo de U\$S 11,7 millones; en línea con lo esperado por la distribución extraordinaria de dividendos.

A mar'18 el capital de trabajo demandó un flujo de USD 22.8 MM marcando el aspecto cíclico del mismo, se espera que a fin del ejercicio fiscal se neutralice.

Para el próximo cierre fiscal FIX espera que el flujo de fondos sea negativo dado que a mar'18 se distribuyeron USD 24,7 MM. La compañía no tiene política de dividendos definida, variando de acuerdo a las necesidades del grupo en Uruguay.

Liquidez y Estructura de Capital

Flujo de fondos

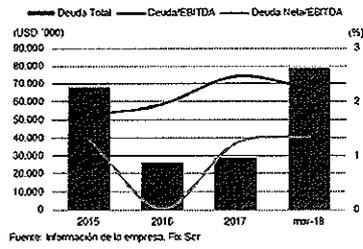


Fuente: Información de la empresa

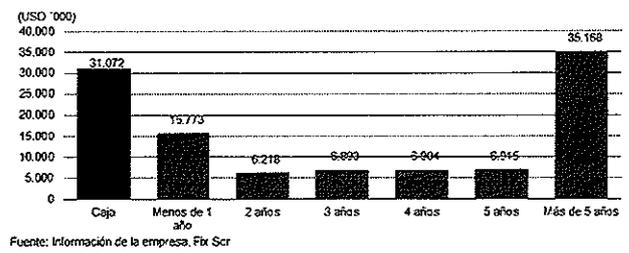
El endeudamiento del Grupo puede ser volátil dependiendo del flujo generado. A mar'18 la deuda financiera total era de U\$S 78,7 millones superior a los U\$S 29 MM a sep'17, el incremento se debe a la emisión de la ON garantizada de U\$S 60 MM que forma parte de la estrategia del grupo para optimizar la estructura de capital del grupo.

La deuda está estructurada con un 21% en el corto plazo y el resto con vencimientos hasta 2028 y se compone por ON garantizada (75,6% de la deuda), préstamos bancarios de largo plazo y vales bancarios (24,35%). A mar' 18 el ratio de deuda/EBITDA era de 2.2x y deuda neta/EBITDA de 1.4x (EBITDA a mar'18 anualizado para el cálculo de los ratios). Hacia adelante se espera que la compañía no tome deuda incremental y paulatinamente disminuya el apalancamiento.

Deuda Total y Endeudamiento



Vencimiento de la Deuda



Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía posee un demostrado acceso al financiamiento bancario operando actualmente con los principales bancos de plaza. La emisión de ON fue la segunda vez que el grupo accede al mercado de capitales habiendo cancelada la primera emisión en tiempo y forma en septiembre'16.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Cledinor S.A.

(miles de UYS, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NiIF	NiIF	NiIF	NiIF	NiIF	NiIF
		28,95	15,53	9,43	8,44	5,80
		28,48	13,72	8,87	7,53	5,18
	mar-18	2017	2016	2015	2014	2013
Meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	68.123	51.238	(30.461)	262.099	266.874	(170.962)
EBITDAR Operativo	68.123,2	51.238,0	(30.461,1)	262.099,1	266.874,2	(170.962,4)
Margen de EBITDA	3,6	1,3	(0,9)	7,0	9,4	(5,3)
Margen de EBITDAR	3,6	1,3	(0,9)	7,0	9,4	(5,3)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,8	51,8	11,9	2,4	26,3	(9,7)
Margen del Flujo de Fondos Libre	(7,3)	0,9	4,7	(4,9)	5,8	(2,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	22,2	2,7	(4,1)	15,8	25,3	(19,1)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,9	46,2	12,7	10,6	98,8	(25,3)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,3	6,2	(2,7)	66,9	94,6	(45,3)
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	2,3	6,2	(2,7)	66,9	94,6	(45,3)
EBITDA / Servicio de Deuda	1,2	0,7	(0,3)	0,8	3,1	(0,9)
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,2	0,7	(0,3)	0,8	3,1	(0,9)
FGO / Cargos Fijos	2,9	46,2	12,7	10,6	98,8	(25,3)
FFL / Servicio de Deuda	(1,9)	0,6	1,5	(0,6)	2,0	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	1,9	1,6	(0,2)	2,6	0,1
FCO / Inversiones de Capital	1,4	39,6	44,6	(4,8)	7,3	(4,4)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	15,3	0,2	0,8	9,1	0,3	(3,2)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	12,9	1,8	(3,4)	1,3	0,3	(1,9)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,5	(0,1)	(2,8)	0,8	0,1	(1,3)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	12,9	1,8	(3,4)	1,3	0,3	(1,9)
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	11,5	(0,1)	(2,8)	0,8	0,1	(1,3)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	1,8	11,6	5,1	1,9	1,4	1,9
Deuda Garantizada / Deuda Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,0	0,7	1,0	0,9	1,0	0,6
Balance						
Total Activos	2.945.510	1.334.895	1.448.625	2.065.932	1.419.701	1.299.061
Caja e Inversiones Corrientes	188.267	96.088	18.273	124.417	50.484	106.937
Deuda Corto Plazo	53.306	66.153	103.064	310.188	82.210	181.867
Deuda Largo Plazo	1.706.442	25.171	0	29.390	0	139.039
Deuda Total	1.759.749	91.323	103.064	339.577	82.210	320.907
Deuda asimilable al Patrimonio	(1)	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.759.749	91.323	103.064	339.577	82.210	320.907
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.759.749	91.323	103.064	339.577	82.210	320.907
Total Patrimonio	564.438	640.680	1.095.236	1.358.476	976.725	668.420
Total Capital	2.314.186	732.003	1.198.300	1.698.054	1.058.935	989.327
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	57.855	371.249	131.953	37.504	275.952	(99.283)
Variación del Capital de Trabajo	(39.244)	186.991	226.709	(186.681)	(84.088)	23.622
Flujo de Caja Operativo (FCO)	18.411	558.240	358.662	(149.177)	191.864	(75.661)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(12.855)	(14.083)	(8.033)	(31.375)	(26.183)	(17.347)
Dividendos	(142.365)	(508.003)	(191.675)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(136.810)	36.155	158.954	(180.552)	165.681	(93.007)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	(2.735)	0	4.789	0	0
Otras Inversiones, Neto	(1.447.839)	575	0	4.377	75.120	(60.188)
Variación Neta de Deuda	1.678.786	43.471	(262.155)	241.154	(232.788)	146.234
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	94.137	77.466	(103.200)	69.769	8.013	(6.961)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.871.891	3.827.977	3.349.380	3.720.303	2.850.130	3.253.623
Variación de Ventas (%)	0,1	(0,1)	0,3	0,3	(0,1)	(0,0)
EBIT Operativo	68.123	51.238	(30.461)	262.099	266.874	(170.962)
Intereses Financieros Brutos	29.801	8.217	11.239	3.917	2.821	3.776
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	66.433	23.795	(50.639)	184.029	208.335	(138.175)

Anexo III. 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
- MM: Millones

Anexo IV. Características del instrumento

Obligaciones Negociables por hasta U\$S 60 millones.

Cledinor S.A. emitió Obligaciones Negociables por un valor nominal de hasta U\$S 60 millones bajo las siguientes condiciones:

Monto estimado de la emisión: hasta 60 millones

Moneda: dólares

Plazo: 10 años

Período de Gracia: Un año

Amortización de capital: cuotas trimestrales e iguales una vez finalizado el período de gracia

Intereses: tasa fija de 6% pagaderos trimestralmente

Principales Condiciones: el ratio de Deuda Financiera Líquida/EBITDA no podrá ser mayor a 4,00. Ratio de Cobertura de Deuda: EBITDA t/(Servicio de Deuda de la ON del año t+1) mayor que 1,75. Ratio de garantía sea mayor que 1.

Garantías Personales: En garantía del repago de las Obligaciones Negociables los Garantes Locales y Marfrig Global Foods S.A. se constituirán en fiadores o garantes solidarios del Emisor.

Fideicomiso de garantía: Se constituirá un "Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Cledinor I", al que el Emisor y los Garantes Locales le cederán los créditos de todas las ventas realizadas en el mercado local de la República Oriental del Uruguay. Cabe destacar que no formarán parte de la definición de Créditos Cedidos los créditos que se originen por las ventas realizadas en el mercado local de la República Oriental del Uruguay entre los propios Fideicomitentes. El Fiduciario deberá retener mensualmente mientras no exista un Caso de Incumplimiento (i) el monto equivalente a 1/3 (un tercio) de los intereses a ser pagados en el próximo Día de Pago de Intereses bajo las Obligaciones Negociables; y (ii) vencido el período de gracia bajo las Obligaciones Negociables, un monto equivalente a 1/3 (un tercio) de la parte de Capital e intereses a ser abonada en el próximo Día de Pago de Capital e Intereses bajo las Obligaciones Negociables. Llegado un Día de Pago de Intereses o un Día de Pago de Capital e Intereses, según corresponda, el Fiduciario transferirá al Agente de Pago los montos existentes en estas Cuentas Garantía para el pago de las sumas debidas bajo las Obligaciones Negociables.

Opción de rescate: A partir del sexto año de la fecha de emisión, el Emisor podrá optar por rescatar anticipadamente total o parcialmente las Obligaciones Negociables, con una notificación a la Entidad Representante, al Agente de Pago y al Banco Central del Uruguay no menor a 30 días corridos, en cuyo caso el precio del rescate se estipula en 102% del capital adeudado a la fecha del efectivo.

Cross default: A partir de U\$S 3 millones con cualquiera de los garantes locales. Incumplimiento de Marfrig Global Food S.A. de los bonos emitidos en junio 2016 por U\$S 1000 millones.

Destino de los fondos: Los fondos serán utilizados por el Emisor para cubrir requisitos financieros generales del Grupo Marfrig: Optimización de la estructura financiera del Grupo Marfrig en Uruguay, tanto del Emisor como de los Garantes Locales, como sustitución de endeudamiento a corto plazo contraído con instituciones financieras locales; pago de dividendos y/o reducción de capital al accionista Marfrig Global Foods S.A. (por parte del emisor o los garantes locales) por hasta US\$ 30 millones para contribuir a la optimización de la estructura financiera del grupo a nivel global y financiamiento de inversiones en activos fijos de las entidades del Grupo Marfrig en Uruguay en su conjunto, las cuales para el próximo año se estima no excedan los US\$ 4 millones. El pago de dividendos al accionista se evaluará en función de las posibilidades de sustitución de préstamos bancarios, así como la proyección de necesidades de caja y capital de trabajo en el corto plazo.

Ley aplicable: ROU.

Anexo V. 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 30 de Agosto de 2018, confirmó (*) en **Categoría BBB+(uy)** a las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones a ser emitidas por **Cledinor S.A.** 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 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.

*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

- Estados Contables Combinados del grupo Marfrig Uruguay (Cledinor S.A., Establecimientos Colonia S.A., Frigorífico Tacuarembó S.A. y Inaler S.A.).
- Estados Contables de Cledinor S.A. hasta el 31 de marzo 2018, Auditor del último balance: BDO Auditores y Consultores S.R.L.
- Preliminar de Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 MM.

Criterios Relacionados

Metodología de calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

.Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. 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 S.A, 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 S.A 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 S.A (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 S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida 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 S.A lleva 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 S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o 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 S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 S.A no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.