

# Cledinor S.A. (Cledinor)

## 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 la compañía en su calificación de largo plazo y en general del sector de alimentos y bebidas en el actual contexto de fuerte caída esperada en el nivel de actividad general para 2020 provocado por las medidas tomadas en respuesta al COVID-19. A marzo-20, la compañía ha incrementado sus toneladas producidas en torno al 5% interanual principalmente debido a un mayor nivel de demanda de productos básicos y cambios en el consumo generados por la Pandemia. FIX entiende que en 2020, la compañía presentará ratios de rentabilidad y endeudamiento y en línea con lo esperado previamente.

**Diversificación y escala del Grupo Marfrig en Uruguay:** El Grupo opera en Uruguay a través de cuatro frigoríficos, denominados Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia logrando una escala de producción y diversificación geográfica que le permite mitigar ciertos riesgos inherentes al sector como enfermedades de los animales y restricciones comerciales. La calificación de las ON se basa en las operaciones conjuntas, dado que la compañía controlante es garante de dichas ON. El Grupo Marfrig es el principal exportador de carne de Uruguay y sus exportaciones representaron a mar-20 el 87% de los ingresos, destinados principalmente a Asia, NAFTA y Europa.

**Vinculación con su controlante:** La calificación incorpora la vinculación accionaria y operativa entre Cledinor y su controlante, Marfrig Global Foods S.A. (calificada por Fitch en BB-Perspectiva Estable y en AA-(br) en escala nacional, Perspectiva Estable), la cual le aporta a la compañía una mayor flexibilidad financiera. 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. poseen cláusulas de incumplimiento cruzado por USD 40 millones, a través de la cual si los bonos emitidos por las subsidiarias, con vencimientos entre 2023 y 2029, tuvieran algún incumplimiento, las ON de Marfrig Global se acelerarían.

**Volatilidad de flujos operacionales inherentes al sector:** El clima, la accesibilidad al ganado, los precios internacionales de la carne, las restricciones comerciales y la fluctuación del tipo de cambio en Uruguay impactan en el flujo operativo del sector y del grupo Marfrig. El ganado bovino faenado por el grupo, representa en torno al 25% de la faena total de Uruguay. A mar-20, el flujo generado por operaciones (FGO) de la compañía fue de USD 30 MM (Vs. USD 14 MM a mar-19) que junto al capital de trabajo negativo por USD 11 MM, inversiones por USD 1 MM, generó un flujo de fondos libre de USD 17 MM.

**Apalancamiento soportado por estructura de deuda:** A mar-20, la deuda financiera era de USD 91 MM con un ratio deuda/EBITDA de 13.2x. FIX considera que los actuales niveles de apalancamiento presionan la calidad crediticia dada la volatilidad de los flujos operacionales. Las Obligaciones Negociables representan el 58% del endeudamiento financiero y están garantizadas por un fideicomiso en pago y garantía, cuyo activo subyacente son los créditos cedidos por las ventas realizadas en el mercado local (sin tener en cuenta las ventas entre los propios fideicomitentes). Adicionalmente la incorporación de la cuenta de reserva permite cumplir con los covenant de endeudamiento y cobertura, a mar-20, la cuenta reserva era de USD 8.7 MM aproximadamente.

## Informe Integral

### Calificaciones

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

Perspectiva Estable

### Resumen Financiero

Resumen Financiero		
Consolidado (USD miles)	31/03/2020	30/09/2019
Total Activos	275.921	232.114
Deuda Financiera	91.045	68.797
Ingresos	350.889	609.918
EBITDA	3.454	6.192
EBITDA (%)	1,0	1,0
Deuda Total / EBITDA	13,2	11,1
Deuda Neta Total / EBITDA	5,0	3,2
EBITDA / Intereses	12	3,5

\*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'20 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](http://www.bcu.gub.uy)

### Informes Relacionados

### Analistas

Analista Principal  
Nicolás Debat  
Analista  
[nicolas.debat@fixscr.com](mailto:nicolas.debat@fixscr.com)  
+54 11 5235 8137

Analista Secundario  
Candido Perez  
Analista  
[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

## Sensibilidad de la calificación

Los factores que individualmente o en conjunto podrían derivar en una baja en la calificación las ON de Cledinor son:

**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 neto del Grupo en el contexto de un sector desfavorable y un deterioro en el manejo del capital de trabajo.

**Flujos de fondos negativos:** De verificarse flujos de fondos libres negativos durante los próximos.

**Deterioro Crediticio de la controlante:** Cualquier deterioro crediticio en la controlante que impacte de forma directa y negativa sobre el perfil crediticio del Grupo Marfrig Uruguay y/o cualquier modificación en las cláusulas de incumplimiento cruzado entre las dos subsidiarias (Marfrig Overseas Ltd. y Marfrig Holding B.V.) de Marfrig Global Foods S.A. que debiliten el vínculo legal con la dichas obligaciones financieras de Marfrig Global.

En el mediano plazo no se vislumbra una suba de calificación.

## Liquidez y Estructura de capital

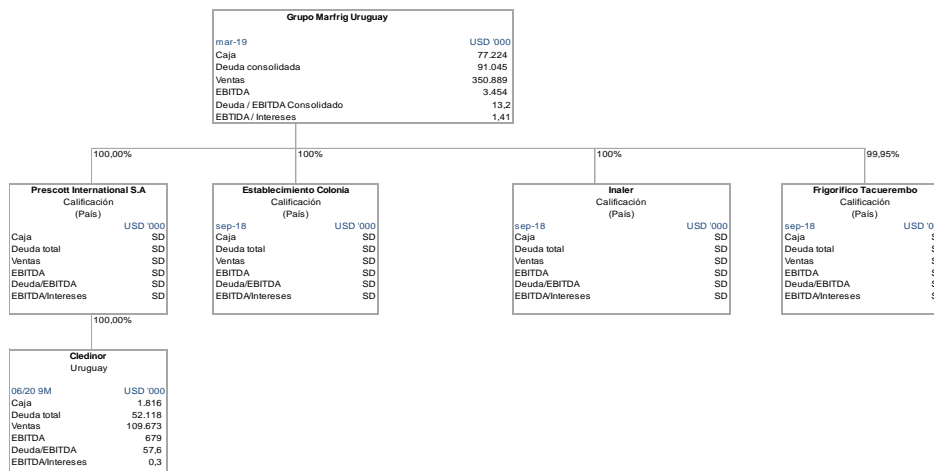
**Adecuada Liquidez:** A mar-20, la caja e inversiones corrientes ascendían a USD 77 MM, sin incluir fondos en la cuenta reserva por USD 8.7 MM y cubren en 1.7x los vencimientos de corto plazo (USD 43 MM). A mar-20, el ratio consolidado de Deuda Neta/EBITDA (sin considerar la cuenta reserva) resultó en 2.0x que compara con 5.0x en sept-19.

## Perfil del Negocio

El Grupo Marfrig a través de su marca Tacuarembó operando con cuatro compañías: Cledinor, Establecimientos Colonia, Frigorífico Tacuarembó, e Inaler (en adelante Marfrig Uruguay o el grupo), constituyen el principal grupo exportador de carnes de Uruguay, con exportaciones y faena que representan aproximadamente el 25-26% 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, estrategia y management conjunto. El siguiente cuadro muestra las cifras desglosadas de cada compañía del grupo a marzo 2020 (6 meses).

### Control Accionario - Marfrig

El accionista controlante de las compañías es Marfrig Global Foods S.A. (calificada por Fitch en BB- y AA-(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

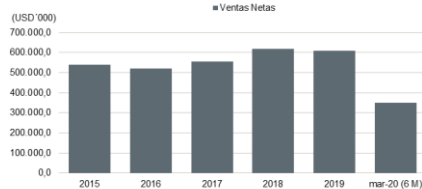
Marfrig Uruguay posee cuatro plantas propias y una alquilada, diversificadas en todo el territorio uruguayo, bajo un radio de 200 km. Esta diversificación amplía las fuentes y minimiza los costos del abastecimiento de acuerdo a la calidad de compra del ganado y sus requerimientos de ventas. El 96% de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

## Comercialización

Las ventas al mercado externo representan en 82% de los ingresos de la compañía. Las mismas se realizaron a través de las compañías vinculadas del grupo Marfrig permitiendo al Grupo en Uruguay lograr flexibilidad en los pagos. Las ventas a Asia representan el principal destino representando el 48% del volumen y el 60% de los ingresos a mar-20.

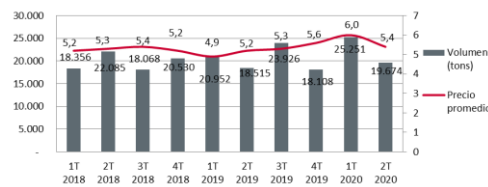
A mar-20 (6 meses) el Grupo Marfrig exporto un 84% de las ventas totales (USD 350 millones). En semestre, las exportaciones del grupo aumentaron un 24% con respecto al semestre anterior, por el efecto del aumento en toneladas vendidas a mar-20, con relación al precio promedio de la exportación se vio una suba del 2.6%.

### Evolución Ventas



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Ventas Mercado Externo



El volumen de mercado interno disminuyó un 17.7% en el primer semestre del ejercicio 2020 comparado con el mismo periodo del año anterior, mientras que las ventas en dólares disminuyó un 1%. La mayoría de las ventas locales se realizan en moneda local, haciendo más atractivas las exportaciones en relación a las ventas en el mercado interno, con relación a los precios en el mercado interno se mantuvieron estables en USD debido a la devaluación de la moneda.

### Ventas mercado interno



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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

## Riesgo del sector

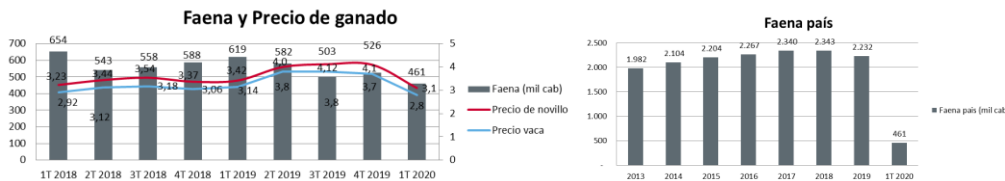
La industria frigorífica de Uruguay es cíclica e influenciada por el ciclo ganadero que afecta los precios del insumo clave que es el ganado. La industria presenta un sólido perfil exportador, siendo Marfrig el principal exportador del país. A su vez Uruguay detenta uno de los consumos de carne por habitante más alto del mundo, con 87 kilos por persona por año. Produce cerca de 500 mil toneladas de carne vacuna al año, 140 mil para el consumo interno y el remanente para el resto del mundo.

Especie	2015	2016	2017	2018	2019	
	Kg/hab	Kg/hab	Kg/hab	Kg/hab	Kg/hab	Var (KG)
Carne Bovina	53,5	53,2	54,6	52,7	47,9	-4,8
Carne Aviar	19,8	19,4	19,8	18,3	18,5	0,2
Carne porcina	16,0	16,9	16,5	17,9	18,0	0,1
Carne ovina	3,7	3,2	2,9	2,8	2,5	0,3
<b>Total</b>	<b>93,1</b>	<b>92,7</b>	<b>93,8</b>	<b>91,7</b>	<b>87,0</b>	<b>-4,8</b>

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”.

La consolidación de jugadores y la apertura de nuevos mercados internacionales mejoraron las perspectivas del sector. Hacia adelante, esperamos que la industria frigorífica muestre un escenario de crecimiento, 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%-26% 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

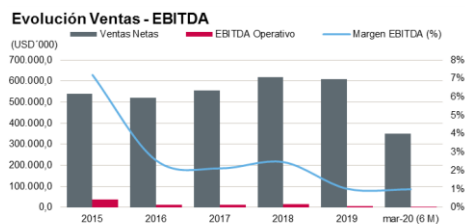
### Rentabilidad

El EBITDA del Grupo 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.

En sept-19, mostró un margen de rentabilidad de 1.0% (EBITDA USD 6 millones). Las ventas a sept-19 fueron de USD 610 MM un 1% menor que a sept-18, que fueron de USD 619 millones. Dicha baja se debe a que el Grupo Marfrig en su totalidad tuvo un caída de 4.1% en la faena con respecto al año anterior.

A mar-20 (6 meses), el Grupo registro ventas por USD 350 MM, siendo 20% mayor que las ventas que registró el Grupo en el mismo periodo del año anterior que fue de USD 290 MM, el EBITDA a mar-20 (6 meses) fue de USD 3.4MM con un margen de 1%, que compara negativamente con el EBITDA que registro el Grupo en el mismo periodo del año anterior que fue de USD 6.1MM con un margen de 2.1%.

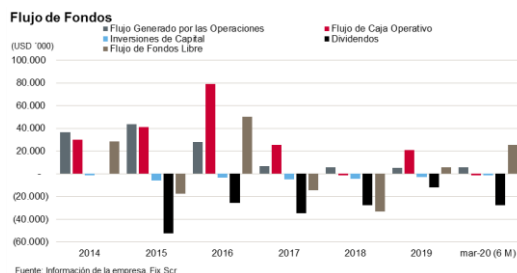
Para los próximos ejercicios, FIX espera que las ventas del Grupo Marfrig se establezcan, con precios internacionales en recuperación y con ello un margen EBITDA por debajo de lo histórico para el 2020 pero aumentando hacia adelante.



### Flujo de Fondos

En el periodo 2016-2019, el Grupo ha presentado históricamente un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo en torno a los USD 18 millones en promedio, con un Flujo de Fondos Libres (FFL) que ha sido históricamente negativo por aproximadamente USD 2 millones debido principalmente a las distribuciones de dividendos realizadas en los periodos 2015-2019 que en promedio fue de USD 30 MM.

A mar-20 (6 meses), el FGO fue positivo por USD 30 MM con un capital de trabajo negativo de USD 11 MM. La compañía realizó inversiones por USD 1 MM, generando un FFL positivo de USD 17 MM. Hacia adelante, FIX espera que la compañía genere FGO positivo, con inversiones en torno a USD 4 MM y flujo de fondos volátiles en línea con la industria.

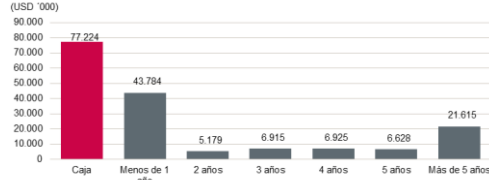


### Liquidez y Estructura de Capital

El endeudamiento del Grupo puede ser volátil dependiendo del flujo generado. A mar-20, la deuda financiera total era de USD 91 MM. La deuda está estructurada con un 48% en el corto plazo y el resto con vencimientos hasta 2028. La misma se compone por ON garantizada 58% de la deuda), préstamos bancarios de largo plazo y vales bancarios (42%). A mar-20 (6 meses), el ratio de deuda/EBITDA era de 13.2x y deuda neta/EBITDA de 2.0x, que compara con 11.1x y 5.0x respectivamente con el mismo periodo del año anterior.

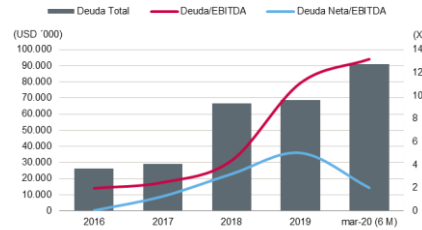
Hacia adelante, FIX espera que la compañía presente un ratio de deuda neta / EBITDA en torno a 4.0x y hacia adelante, disminuya paulatinamente el apalancamiento.

**Vencimiento de la Deuda**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**Deuda Total y Endeudamiento**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

El grupo opera con una buena posición de liquidez. A mar-20, los vencimientos de corto plazo eran de USD 44 MM y la caja ascendía a USD 77 MM, cubriendo 1.7x de la deuda de corto. Adicionalmente a mar-20, en la cuenta de reserva de servicios de deuda se encuentra USD 8.7MM. A jul-20, la cuenta reserva era de USD 4 MM, planeando una inyección en la misma para sept-20 de USD 3 MM adicionales.

**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

<b>Resumen Financiero - Cledinor S.A.</b>							
(miles de UY\$, año fiscal finalizado en Septiembre)							
Cifras Consolidadas							
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Periodo	jun-20	mar-20	2019	2018	2017	2016	2015
	9 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	27.181	5.940	(92.959)	84.657	71.289	(10.777)	280.353
EBITDAR Operativo	27.181	5.940	(92.959)	84.657	71.289	(10.777)	280.353
Margen de EBITDA	0,6	0,2	(2,6)	2,2	1,9	(0,3)	7,5
Margen de EBITDAR	0,6	0,2	(2,6)	2,2	1,9	(0,3)	7,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	0,8	(0,8)	1,8	4,4	51,8	11,9	2,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(24,2)	(29,6)	(12,6)	(3,6)	0,9	4,7	(4,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(44,2)	(54,8)	(22,5)	4,9	2,7	(4,1)	15,8
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,2	(0,4)	0,4	1,3	46,2	12,7	10,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,3	0,1	(0,7)	1,0	8,7	(1,0)	71,6
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	0,3	0,1	(0,7)	1,0	8,7	(1,0)	71,6
EBITDA / Servicio de Deuda	0,1	0,0	(0,2)	0,3	1,0	(0,1)	0,9
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,1	0,0	(0,2)	0,3	1,0	(0,1)	0,9
FGO / Cargos Fijos	0,2	(0,4)	0,4	1,3	46,2	12,7	10,6
FFL / Servicio de Deuda	(2,9)	(2,7)	(0,8)	(0,2)	0,6	1,5	(0,6)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(2,7)	(2,0)	2,1	0,8	1,9	1,6	(0,2)
FCO / Inversiones de Capital	(71,7)	(96,6)	(48,6)	1,1	39,6	44,6	(4,8)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	75,5	(51,7)	44,0	17,6	0,2	0,7	8,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	60,7	212,8	(22,8)	24,2	1,3	(9,6)	1,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	58,6	174,5	(10,1)	21,0	(0,1)	(7,9)	0,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	60,7	212,8	(22,8)	24,2	1,3	(9,6)	1,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	58,6	174,5	(10,1)	21,0	(0,1)	(7,9)	0,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,8	5,7	5,8	4,4	8,5	5,1	1,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	14,1	21,0	13,3	8,3	72,4	100,0	91,3
<b>Balance</b>							
Total Activos	3.379.799	3.862.017	3.556.270	3.042.078	1.334.895	1.448.625	2.065.932
Caja e Inversiones Corrientes	76.635	455.658	1.175.754	267.483	96.088	18.273	124.417
Deuda Corto Plazo	310.207	532.171	280.499	169.163	66.153	103.064	310.188
Deuda Largo Plazo	1.889.706	1.996.250	1.836.285	1.875.669	25.171	0	29.390
Deuda Total	2.199.913	2.528.421	2.116.784	2.044.832	91.323	103.064	339.577
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.199.913	2.528.421	2.116.784	2.044.832	91.323	103.064	339.577
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.199.913	2.528.421	2.116.784	2.044.832	91.323	103.064	339.577
Total Patrimonio	468.794	487.982	547.046	609.458	640.680	1.095.236	1.358.476
Total Capital Ajustado	2.668.707	3.016.403	2.663.830	2.654.290	732.003	1.198.300	1.698.054
<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(81.481)	(92.096)	(78.177)	27.622	371.249	131.953	37.504
Variación del Capital de Trabajo	(967.273)	(870.427)	(364.152)	4.882	186.991	226.709	(186.681)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.048.754)	(962.523)	(442.329)	32.504	558.240	358.662	(149.177)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(14.618)	(9.962)	(9.099)	(30.178)	(14.083)	(8.033)	(31.375)
Dividendos	0	0	0	(142.365)	(508.003)	(191.675)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.063.372)	(972.485)	(451.428)	(140.039)	36.155	158.954	(180.552)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.962	1.962	0	0	(2.735)	0	4.789
Otras Inversiones, Neto	0	0	1.469.057	(1.367.074)	575	0	4.377
Variación Neta de Deuda	(205.549)	57.252	(139.356)	1.664.471	43.471	(262.155)	241.154
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(1.266.959)	(913.271)	878.273	157.358	77.466	(103.200)	69.769
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	4.392.414	3.287.205	3.570.569	3.924.238	3.827.977	3.349.380	3.720.303
Variación de Ventas (%)	141,8	(7,9)	784,9	2,5	14,3	(10,0)	30,5
EBIT Operativo	(1.463)	(12.470)	(125.884)	56.287	51.238	(30.461)	262.099
Intereses Financieros Brutos	103.342	67.659	126.285	88.266	8.217	11.239	3.917
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(158.422)	(138.012)	(123.717)	31.003	23.795	(50.639)	184.029

## 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
- MM: Millones



## Anexo IV. Características del instrumento

### Obligaciones Negociables por hasta U\$S 60 millones.

Monto Autorizado:	USD 60 millones
Monto Emisión:	USD 60 millones
Moneda de Emisión:	dólares
Fecha de Emisión:	3 de enero de 2018
Fecha de Vencimiento:	3 de enero de 2028
Amortización de Capital:	cuotas trimestrales e iguales una vez finalizado el período de gracia
Intereses:	6%
Cronograma de Pago de Intereses:	trimestralmente
Destino de los fondos:	<p>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 al accionista Marfrig Global Foods S.A. (por parte del emisor o los garantes locales) por hasta USD 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 USD 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.</p>
Garantías:	<p>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. Además, se constituyó un "Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Cledinor I", al que el Emisor y los Garantes Locales le cedieron los créditos de todas las ventas realizadas en el mercado local de la República Oriental del Uruguay. Cabe destacar que no forma 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 Fideuciario 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 Fideuciario transferirá al Agente de Pago los montos existentes en estas Cuentas Garantía para el pago de las sumas debidas bajo las Obligaciones Negociables.</p>
Opción de Rescate:	<p>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.</p>
Ratio de Endeudamiento Máximo:	<= 4.00
Ratio de Cobertura de deuda	> 1.75
Ratio de garantía	> 1.00
Cross-Default:	A partir de USD 3 millones con cualquiera de los garantes locales. Incumplimiento de Marfrig Global Food S.A. de los bonos emitidos en junio 2016 por USD 1000 millones

## 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 28 de Agosto de 2020, confirmó (\*) en la **Categoría BBB+(uy)** a las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones 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 2020 y el 30 de junio 2020, Auditor del último balance: Grant Thornton
- 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](http://www.bcu.gub.uy)



Las Calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA 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.