

Cledinor S.A. (Cledinor)

Factores relevantes de la calificación

Suba de calificación: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – subió la calificación de la ON garantizada emitida por Cledinor a 'A(uy)' desde 'BBB+(uy)'. La suba considera los fuertes vínculos operacionales y accionarios con su controlante indirecta Marfrig Global Food S.A. e incorpora las mejoras crediticias del grupo. En sept-20, Fitch Ratings subió la calificación de Marfrig Global Food S.A. a 'BB'/'AA+(br)' desde 'BB-'/'AA(br)'. Además, FIX considera las buenas perspectivas sectoriales debido al aumento del abastecimiento de hacienda en Uruguay, el incremento de la demanda mundial de carne y los crecientes precios internacionales que le permitirán lograr a partir del corriente ejercicio márgenes de rentabilidad en torno a 3%-7%, por arriba del promedio del 1.6% de los últimos 4 años. Adicionalmente incorpora en sus supuestos las inversiones destinadas al incremento de capacidad de faena en el Frigorífico Tacuarembó por USD 50 millones hasta 2023, manteniendo adecuados niveles de endeudamiento y elevada liquidez. La calificación considera además la garantía del flujo proveniente de los ingresos locales.

Fuerte vínculo con su controlante: la calificación incorpora el fuerte vínculo accionario y operativo entre Cledinor y su controlante indirecto, Marfrig Global Foods S.A. la cual le aporta a la compañía una mayor flexibilidad operativa y financiera. El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista. Adicionalmente, 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 tuvieran algún incumplimiento, las ON de Marfrig Global se acelerarían. Dicha cláusula dejará de tener aplicación a partir de abril'22 cuando el saldo de ON se reduca por debajo de USD 40 MM.

Buenas métricas operativas: El Grupo Marfrig en Uruguay es el principal frigorífico de Uruguay con una participación de mercado medido en cantidad de faena de ganado del 27%. El grupo posee una amplia diversificación por región y por productos vendidos. La diversificación geográfica le permite mitigar ciertos riesgos inherentes al sector como el abastecimiento de hacienda, las enfermedades de los animales y las restricciones comerciales. El acceso a mercados internacionales a través de productos diferenciales de primera categoría le permite lograr precios de exportaciones promedio superiores a los de la industria.

Volatilidad de flujos operacionales inherentes al sector: la actividad ganadera demanda importantes niveles de capital de trabajo, con un ciclo del negocio de alrededor de dos años. 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. En el año móvil a mar-21, el flujo generado por operaciones (FGO) de la compañía fue de USD 14 MM (Vs. USD 17 MM en mismo periodo a mar-20) que junto al capital de trabajo negativo por USD 49 MM, inversiones por USD 4 MM, generó un flujo de fondos libre negativo de USD 39 MM que financió con endeudamiento adicional. Desde 2022 se espera que genere FFL negativos debido a las importantes inversiones planificadas y la política de distribución de dividendos.

Inversiones para el incremento de la capacidad productiva: el grupo se encuentra en proceso de incrementar la capacidad instalada en el Frigorífico Tacuarembó. La inversión será de USD 50 millones en un periodo de 3 años que se financiará con capital propio y acceso a líneas bancarias. El apalancamiento en términos relativos no aumentaría dada la positiva evolución esperada del EBITDA.

Adecuado apalancamiento: A mar-21, la deuda financiera era de USD 92 MM con un ratio deuda/EBITDA de 2.3x. FIX espera que en los próximos años el ratio registre niveles promedio de 2x. Las Obligaciones Negociables representan el 50% del endeudamiento financiero y están

Informe Integral

Calificaciones

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

Perspectiva Estable

Resumen Financiero*

Resumen Financiero			
Consolidado	31/03/2021	30/09/2020	
(USD miles)	Año Móvil (12 Meses)	12 Meses	
Total Activos	296.056	213.532	
Deuda Financiera	92.296	51.446	
Ingresos	654.358	635.788	
EBITDA	39.929	6.200	
EBITDA (%)	6,1	1,0	
Deuda Total / EBITDA	2,3	8,3	
Deuda Neta Total / EBITDA	3,6	3,8	
EBITDA / Intereses	8,9	1,3	

*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 Se calculó con el Año móvil a Marzo-2021

Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analistas



Analista Principal
 Gabriela Curuchet
 Directora Asociada
gabriela.curuchet@fixscr.com
 +54 11 5235 8122



Analista Secundario
 Candido Perez
 Directora Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



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

garantizadas por un fideicomiso en garantía y pago, 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 las condiciones de endeudamiento y cobertura, a mar-21, la cuenta reserva era de USD 2,5 MM aproximadamente y el servicio de deuda es por USD 2,36MM.

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, podrían derivar en una baja en la calificación las ON de Cledinor.

Deterioro Crediticio de la controlante: Cualquier cambio en el vínculo con su controlante o un deterioro crediticio de Marfrig Global Food podría impactar en la calificación de la ON.

Liquidez y Estructura de capital

Adecuada Liquidez: A mar-21, la caja e inversiones corrientes ascendían a USD 39 MM, sin incluir fondos en la cuenta reserva por USD 2,5 MM y cubren en 0.75x los vencimientos de corto plazo (USD 52 MM). A mar-21, el ratio consolidado de Deuda Neta/EBITDA (sin considerar la cuenta reserva) resultó en 1.3x que compara con 4.7x en sept-20.

Perfil del Negocio

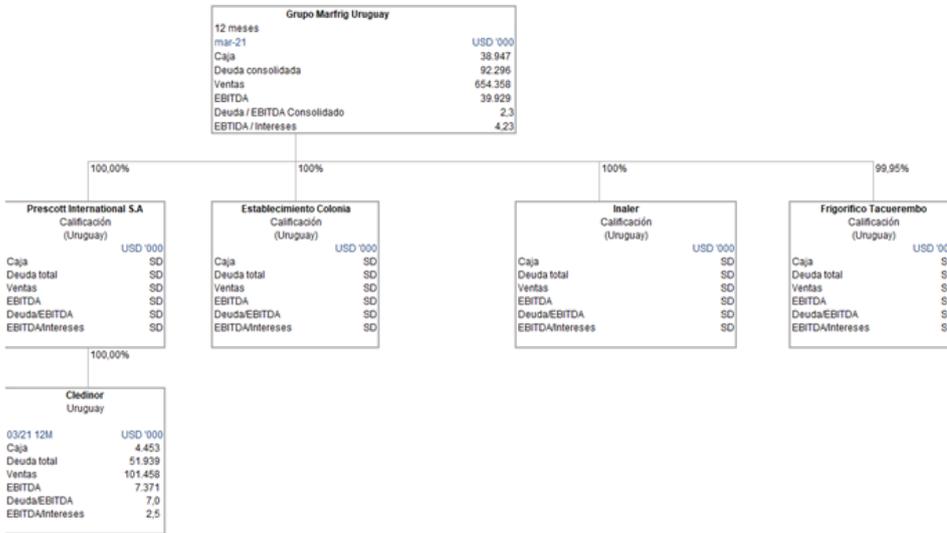
El Grupo Marfrig opera en Uruguay a través de cuatro compañías: Cledinor, Establecimientos Colonia, Frigorífico Tacuarembó, e Inaler (en adelante Marfrig Uruguay o el grupo), constituyendo el principal grupo exportador de carnes de Uruguay, con exportaciones y faena que representan aproximadamente del 27% de la industria frigorífica en el país a sept-20. El grupo además es el mayor grupo económico de empresas privadas en Uruguay y el mayor empleador privado. 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 septiembre 2020.

Control Accionario - Marfrig

El accionista controlante de las compañías es Marfrig Global Foods S.A. (calificada por Fitch en BB/PE y AA+(br)/PE). FIX considera que el vínculo entre el Grupo de Marfrig Uruguay y su controlante indirecto es fuerte dado las cláusulas de integración operativa, importancia estrategia de la subsidiaria y el incumplimiento cruzado.

Marfrig Global Foods es una multinacional brasilera con presencia en 12 países, siendo una de las más diversificadas y con mayor presencia y convirtiéndose en una de las mayores empresas en el mercado mundial de proteínas. Las actividades de la compañía, combinan la producción procesamiento, industrialización, venta y distribución de alimentos a base de proteínas de origen animal, así como otros productos alimenticios diversos, tales como vegetales y postres congelados.

La deuda de la controlante posee una cláusula de incumplimiento cruzado con las ON de sus subsidiarias por U\$S 40 millones. No obstante, esta cláusula de incumplimiento cruzado se inactivaría desde 2022 dado que el remanente de capital sería menor de USD 40 millones.



Operaciones

La estrategia operativa entre Marfrig Uruguay y su accionista controlante se basa en aprovechar las sinergias resultantes de la diversificación geográfica, entre otras fortalezas. El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista.

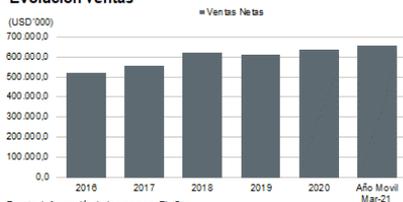
Marfrig Uruguay posee cuatro plantas propias y una alquilada, diversificadas en todo el territorio uruguayo, bajo un radio de 200 km. Esta diversificación amplía las fuentes y minimiza los costos del abastecimiento de acuerdo a la calidad de compra del ganado y sus requerimientos de ventas. De igual forma, las cuatro plantas propias cuentan con capacidades para operar de manera autónoma.

Comercialización

Las ventas al mercado externo representan en 88% 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 63% del volumen y el 56% de los ingresos a sept-20.

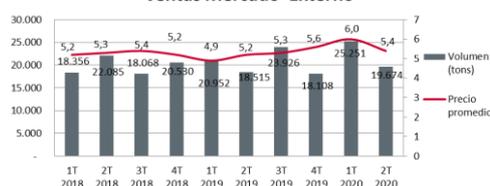
A sept-20, el Grupo Marfrig exportó un 88% de las ventas totales (USD 550 millones). Las exportaciones del grupo aumentaron un 6% con respecto año anterior, impulsado por el aumento interanual del volumen vendido y contrarrestado en parte por la caída de un 6% de los precios promedio de la exportación.

Evolución Ventas



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ventas Mercado Externo



El volumen de mercado interno disminuyó un 15% en el ejercicio 2020 contra al año anterior, mientras que las ventas en dólares cayeron un 6%, compensado por el aumento del precio promedio del mix de productos ofrecido en el mercado interno en un 8%.

Ventas mercado interno



El grupo mantiene desde 2006 una participación de mercado en la faena de bovinos superior al 20%. Las exportaciones del Grupo representan más del 26% de las exportaciones totales del sector cárnico uruguayo y el 5% de las exportaciones totales del país. El grupo se encuentra en proceso de incrementar la capacidad instalada en Tacuarembó con una inversión de UDS 50 millones en un periodo de 3 años que se financiará con capital propio y acceso a líneas bancarias.

Posición competitiva

En su totalidad el Grupo representó durante 2020 el 27% del total de cabezas de novillito, 3% de los terneros, 29% de los toros, 26% de las vacas y 17% de las vaquillonas. En total acapara el 25% del total de cabezas bovinas del Uruguay, siendo el principal actor del sector.

Riesgo del sector

Las empresas de proteínas tienen perfiles de riesgo superiores a la media debido a los bajos niveles de rentabilidad, márgenes operativos inherentemente volátiles y, a menudo, alto apalancamiento.

En Uruguay 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 85,6 kilos por persona por año en 2020. Produce aproximadamente 550 mil toneladas de carne vacuna al año, 180 mil para el consumo interno y 370 mil se exportan al resto del mundo.

La rentabilidad de la industria se encuentra por factores climáticos, el crecimiento económico mundial, los acuerdos sanitarios entre Uruguay y el resto del mundo, las exportaciones de ganado en pie que pueden reducir el stock ganadero y presionar 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 el incremento del stock ganadero de Uruguay a partir del último semestre de 2020 mejoran la perspectiva del sector. Hacia adelante, se espera que la industria frigorífica muestre un escenario de crecimiento, con un aumento de las exportaciones de carne en el mercado asiático



Factores de riesgo

- Volatilidad de los márgenes dado por los precios del principal insumo.
- Volatilidad de los precios internacionales y medidas fitosanitarias.
- 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, principalmente de exportación.

En mar-21 (últimos 12 meses), mostró un margen de rentabilidad de 6,1% (EBITDA USD 40 millones). Las ventas a mar-21 (últimos 12 meses) fueron de USD 654 MM un 3% mayor que a sept-20, que fueron de USD 636 millones. El Grupo Marfrig en su totalidad aumento la faena con respecto al año anterior, mientras que por el lado de los precios en promedio tuvieron un importante aumento.

Para los próximos ejercicios, FIX espera que las ventas del Grupo Marfrig se resulten en torno a los USD 693 millones, con buenos niveles de precios internacionales y un margen EBITDA superior al histórico, en torno al 4,6%.

Evolución Ventas



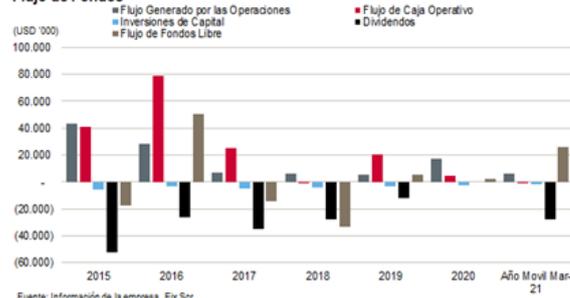
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

A mar-21 (año móvil), el FGO fue positivo por USD 14 MM con un capital de trabajo negativo de USD 49 MM. La compañía realizó inversiones por USD 4,5 MM, generando un FFL negativo de USD 39 MM. En 2021 FIX espera que la compañía genere un FGO positivo (estimado en su caso base de USD 22 millones). No obstante, debido a las inversiones para la ampliación de la planta de Tacuarembó y la política de distribución de dividendos, derivaría en un esperado flujo de fondos libres negativos.

La inversión será de UDS 50 millones en un periodo de 3 años que se financiará con capital propio y acceso a líneas bancarias.

Flujo de Fondos

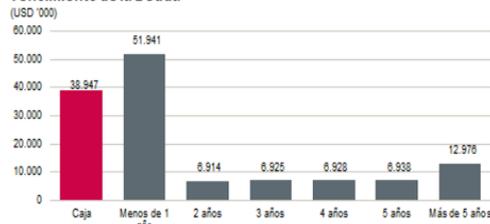


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de Capital

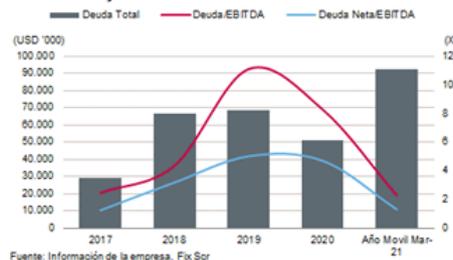
El endeudamiento del Grupo puede ser volátil dependiendo del flujo generado. A mar-21, la deuda financiera total era de USD 92 MM, de la cual un 56% corresponde a deuda de corto plazo. El 50% de la deuda financiera corresponde a ON garantizada y el 50% restante a préstamos bancarios. A mar-21 (12 meses), el ratio de deuda/EBITDA era de 2.3x y deuda neta/EBITDA de 1.3x, que compara con 8.3x y 4.7x respectivamente de sept-20. Hacia adelante, FIX espera que la compañía presente un ratio de deuda neta / EBITDA en torno a 2x debido a la estimada mejora de los márgenes, pese a un incremento esperado en el nivel de deuda nominal para financiar las inversiones planificadas.

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-21, los vencimientos de corto plazo eran de USD 52 MM y la caja ascendía a USD 39 MM, cubriendo 0.75x de la deuda de corto. Al 31 de marzo de 2021, el importe depositado en la cuenta Reserva Servicio de Deuda asciende a US\$ 2.5 MM de los cuales US\$ 1.66 MM correspondían a la amortización de capital con vencimiento en abril 2021, US\$ 700.000 a los intereses generados en el trimestre. El importe restante será destinado a las próximas amortizaciones de capital e interés.

Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía posee un demostrado acceso al financiamiento bancario operando actualmente con 5 de 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 sept-16. Adicionalmente las inversiones en Tacuarembó serán parcialmente financiadas con líneas de crédito bancarias.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Cledinor S.A.

(miles de UY\$, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF Año Móvil 12 meses	NIIF jun-21 9 meses	NIIF 2020 12 meses	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	440.444,4	560.584,4	(25.586,0)	(92.959,0)	84.657,0	71.288,6
EBITDAR Operativo	440.444,4	560.584,4	(25.586,0)	(92.959,0)	84.657,0	71.288,6
Margen de EBITDA	8,7	9,6	(0,5)	(2,6)	2,2	1,9
Margen de EBITDAR	8,7	9,6	(0,5)	(2,6)	2,2	1,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	19,7	18,8	9,9	1,8	4,4	51,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	10,9	(1,1)	(14,6)	(12,6)	(3,6)	0,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	52,3	66,9	(56,5)	(22,5)	4,9	2,7
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,9	5,8	1,8	0,4	1,3	46,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,7	5,7	(0,2)	(0,7)	1,0	8,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,7	5,7	(0,2)	(0,7)	1,0	8,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	0,9	(0,1)	(0,2)	0,3	1,0
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,7	0,9	(0,1)	(0,2)	0,3	1,0
FGO / Cargos Fijos	4,9	5,8	1,8	0,4	1,3	46,2
FFL / Servicio de Deuda	1,0	0,1	(1,3)	(0,8)	(0,2)	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,5	0,5	(0,5)	2,1	0,8	1,9
FCO / Inversiones de Capital	23,3	(1,2)	(16,9)	(48,6)	1,1	39,6
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,7	2,9	8,5	44,0	17,6	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,0	2,9	(83,9)	(22,8)	24,2	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,3	2,5	(70,2)	(10,1)	21,0	(0,1)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,0	2,9	(83,9)	(22,8)	24,2	1,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	4,3	2,5	(70,2)	(10,1)	21,0	(0,1)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,5	5,8	6,3	5,8	4,4	8,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	24,3	24,3	14,5	13,3	8,3	72,4
Balance						
Total Activos	4.108.167,3	4.108.167,3	3.417.042,7	3.556.270,0	3.042.078,0	1.334.894,5
Caja e Inversiones Corrientes	293.711,1	293.711,1	350.660,3	1.175.754,0	267.483,0	96.088,0
Deuda Corto Plazo	534.882,0	534.882,0	311.947,0	280.499,0	169.163,0	66.152,8
Deuda Largo Plazo	1.663.134,8	1.663.134,8	1.835.733,7	1.836.285,0	1.875.669,0	25.170,5
Deuda Total	2.198.016,8	2.198.016,8	2.147.680,7	2.116.784,0	2.044.832,0	91.323,4
Deuda asimilable al Patrimonio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.198.016,8	2.198.016,8	2.147.680,7	2.116.784,0	2.044.832,0	91.323,4
Deuda Fuera de Balance	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.198.016,8	2.198.016,8	2.147.680,7	2.116.784,0	2.044.832,0	91.323,4
Total Patrimonio	804.423,7	804.423,7	391.267,3	547.046,0	609.458,0	640.680,1
Total Capital Ajustado	3.002.440,5	3.002.440,5	2.538.948,0	2.663.830,0	2.654.290,0	732.003,5
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	470.393,6	467.089,6	113.857,7	(78.177,0)	27.622,0	371.249,2
Variación del Capital de Trabajo	100.821,0	(502.300,0)	(803.417,9)	(364.152,0)	4.882,0	186.991,3
Flujo de Caja Operativo (FCO)	571.214,6	(35.210,4)	(689.560,2)	(442.329,0)	32.504,0	558.240,5
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversiones de Capital	(24.472,5)	(29.991,5)	(40.730,6)	(9.099,0)	(30.178,0)	(14.082,8)
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	(142.365,0)	(508.002,6)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	546.742,1	(65.201,9)	(730.290,8)	(451.428,0)	(140.039,0)	36.155,1
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.962,0)	0,0	1.962,6	0,0	0,0	(2.735,0)
Otras Inversiones, Neto	1.469.057,0	0,0	0,0	1.469.057,0	(1.367.074,0)	574,6
Variación Neta de Deuda	66.193,0	0,0	(276.158,3)	(139.356,0)	1.664.471,0	43.471,2
Variación Neta del Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros (Inversión y Financiación)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación de Caja	2.080.030,1	(65.201,9)	(1.004.486,5)	878.273,0	157.358,0	77.465,9
Estado de Resultados						
Ventas Netas	5.036.379,5	5.858.224,5	4.993.549,0	3.570.569,0	3.924.238,0	3.827.976,8
Variación de Ventas (%)	159,0	17,3	51,9	784,9	2,5	14,3
EBIT Operativo	405.471,2	529.892,2	(64.350,0)	(125.884,0)	56.287,0	51.238,0
Intereses Financieros Brutos	120.476,9	97.533,9	137.773,3	126.285,0	88.266,0	8.216,8
Alquileres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado Neto	420.598,0	385.893,0	(242.882,4)	(123.717,0)	31.003,0	23.795,1

Resumen Financiero - Marfrig Uruguay

(miles de USD, año fiscal finalizado en sept)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	Año Móvil 12 meses	mar-21 6 meses	2020 12 meses	2019 12 meses	2018 12 meses	2017 12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	39.929	37.184	6.200	6.192	15.235	11.769
EBITDAR Operativo	39.929	37.184	6.200	6.192	15.235	11.769
Margen de EBITDA	6,1	10,1	1,0	1,0	2,5	2,1
Margen de EBITDAR	6,1	10,1	1,0	1,0	2,5	2,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	10,5	32,3	20,9	8,2	8,2	8,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(6,0)	(6,4)	0,3	0,9	(5,4)	(2,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	42,9	101,3	(3,6)	(9,8)	9,1	2,9

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	4,2	14,4	4,4	2,0	2,3	3,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	8,9	18,3	1,3	1,2	3,5	4,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	8,9	18,3	1,3	1,2	3,5	4,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	0,7	0,5	0,3	1,2	0,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,7	0,7	0,5	0,3	1,2	0,4
FGO / Cargos Fijos	4,2	14,4	4,4	2,0	2,3	3,5
FFL / Servicio de Deuda	(0,6)	(0,8)	0,5	0,5	(2,2)	(0,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,1	(0,1)	2,3	2,1	(0,9)	0,1
FCO / Inversiones de Capital	(7,8)	(6,8)	1,7	6,8	(0,3)	4,9

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	4,9	1,6	2,4	6,8	6,6	3,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,3	1,2	8,3	11,1	4,4	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	0,7	4,7	5,0	3,2	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,3	1,2	8,3	11,1	4,4	2,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,3	0,7	4,7	5,0	3,2	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,9	5,0	7,7	14,9	9,1	10,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	56,3	56,3	14,8	26,3	13,0	88,5
	0,7					

Balance

		75%	290%	208%		
Total Activos	296.056	296.056	213.532	232.114	225.510	210.935
Caja e Inversiones Corrientes	38.947	38.947	22.164	37.639	17.800	14.223
Deuda Corto Plazo	51.941	51.941	7.637	18.086	8.687	25.738
Deuda Largo Plazo	40.355	40.355	43.810	50.711	57.957	3.353
Deuda Total	92.296	92.296	51.446	68.797	66.644	29.090
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	92.296	92.296	51.446	68.797	66.644	29.090
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	92.296	92.296	51.446	68.797	66.644	29.090
Total Patrimonio	89.143	89.143	52.705	54.674	57.361	82.764
Total Capital Ajustado	181.439	181.439	104.152	123.471	124.005	111.854

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	14.486	27.254	16.894	5.034	5.825	6.852
Variación del Capital de Trabajo	(49.397)	(47.963)	(12.413)	15.616	(7.078)	18.544
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(34.910)	(20.709)	4.481	20.650	(1.253)	25.396
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(3)	(2)	(1)	0	0	0
Inversiones de Capital	(4.469)	(3.045)	(2.636)	(3.055)	(4.250)	(5.147)
Dividendos	0	0	0	(12.000)	(27.765)	(34.583)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(39.382)	(23.756)	1.844	5.595	(33.268)	(14.334)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	47	24	23	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	(14)	128	0	0
Variación Neta de Deuda	1.050	40.513	(17.330)	2.118	36.852	2.986
Variación Neta del Capital	0	0	0	12.000	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(38.285)	16.781	(15.477)	19.841	3.584	(11.349)

Estado de Resultados

Ventas Netas	654.358	369.458	635.788	609.918	618.634	554.832
Variación de Ventas (%)	2,9	5,3	4,2	(1,4)	11,5	6,8
EBIT Operativo	35.471	34.971	1.706	1.741	11.048	7.760
Intereses Financieros Brutos	4.488	2.027	4.904	5.127	4.343	2.766
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	38.241	36.438	(1.968)	(2.686)	6.403	2.659

Otros Indicadores

IRR	38.886	38.886	25.784	26.384	223.186	327.925
Deuda Total Neta de IRR	53.410	53.410	25.662	42.413	(156.542)	(298.835)
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	1,3	0,7	4,1	6,8	(10,3)	(25,4)
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,4	0,2	0,6	0,8	(11,4)	(26,6)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	149,8	149,8	627,9	354,0	2.774,1	1.329,4
Deuda Corto Plazo / IRR	1,3	1,3	0,3	0,7	0,0	0,1

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 II", 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 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.</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 1 de Septiembre de 2021, subió a 'A(uy)' desde 'BBB+(uy)' las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones emitidas por **Cledinor S.A.**

La **Perspectiva** es **Estable**.

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 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.

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 30 de junio 2021, Auditor del último balance: Grant Thornton
- Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 MM.

Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy



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

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

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.