

# Cledinor S.A. (Cledinor)

## Factores relevantes de la calificación

**Buenas perspectivas sectoriales:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante 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. Adicionalmente, incorpora en sus supuestos las inversiones 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. La calificación de las ON se basa en las operaciones conjuntas de los cuatro frigoríficos (Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia) dado que las compañías relacionadas son garantes de dichas ON. El Grupo Marfrig es el principal exportador de carne de Uruguay y sus exportaciones representaron a sept'21 el 89% de los ingresos, destinados principalmente a Asia, Nafta y Europa.

**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. A sep'21, el flujo generado por operaciones (FGO) de la compañía fue de USD 53 MM (Vs. USD 17 MM a sep'20) que junto al capital de trabajo negativo por USD 53 MM, inversiones por USD 10 MM, y dividendos por USD 10 MM generó un flujo de fondos libre negativo de USD 20 MM, que financió con endeudamiento adicional por USD 4 MM y el remanente fue cubierto con caja. Hacia adelante, se espera que continúe generando 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 sep'21, la deuda financiera era de USD 55 MM con un ratio Deuda/EBITDA de 0.8x. FIX espera que en los próximos años el ratio registre niveles por debajo de 2x debido una mejora de los márgenes, pese a un incremento esperado en el nivel de deuda nominal para financiar las inversiones planificadas. Las Obligaciones Negociables

## Informe de Actualización

### Calificaciones

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

**Perspectiva** Estable

(\*) incluye el vínculo con los otros tres frigoríficos del Grupo Marfrig en Uruguay.

### Resumen Financiero\*

Resumen Financiero		
Consolidado	30/09/2021	30/09/2020
(USD miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	291.314	213.532
Deuda Financiera	55.144	51.446
Ingresos	794.149	635.788
EBITDA	69.736	6.200
EBITDA (%)	8,8	1,0
Deuda Total / EBITDA	0,8	8,3
Deuda Neta Total / EBITDA	0,7	3,5
EBITDA / Intereses	17,5	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.

### Criterios Relacionados

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

### Analistas



Analista Principal  
 Gabriela Curuchet  
 Directora Asociada  
[gabriela.curuchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curuchet@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8122

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

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

representan el 79% del endeudamiento financiero y están 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 sep'21, la cuenta reserva era de USD 2,4 MM aproximadamente y el servicio de deuda a oct'21 fue por USD 2,3 MM.

## 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 sep'21, la caja e inversiones corrientes ascendían a USD 5 MM, sin incluir fondos en la cuenta reserva por USD 2,4 MM, y cubren en 0.29x los vencimientos de corto plazo (USD 19 MM), el (EBITDA + disponibilidad) / deuda de corto plazo resultó en 4.0x. A sep'21, el ratio consolidado de Deuda Neta/EBITDA (sin considerar la cuenta reserva) resultó en 0.7x que compara con 4.7x en sept-20.

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Cledinor S.A.

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

NIIF 2021 NIIF 2020 NIIF 2019 NIIF 2018 NIIF 2017  
12 meses 12 meses 12 meses 12 meses 12 meses

	NIIF 2021	NIIF 2020	NIIF 2019	NIIF 2018	NIIF 2017
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	755.245,1	(25.586,0)	(92.959,0)	84.657,0	71.288,6
EBITDAR Operativo	755.245,1	(25.586,0)	(92.959,0)	84.657,0	71.288,6
Margen de EBITDA	9,2	(0,5)	(2,6)	2,2	1,9
Margen de EBITDAR	9,2	(0,5)	(2,6)	2,2	1,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	26,1	9,9	1,8	4,4	51,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,2	(14,6)	(12,6)	(3,6)	0,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	60,2	(56,5)	(22,5)	4,9	2,7
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,8	1,8	0,4	1,3	46,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,0	(0,2)	(0,7)	1,0	8,7
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	6,0	(0,2)	(0,7)	1,0	8,7
EBITDA / Servicio de Deuda	1,7	(0,1)	(0,2)	0,3	1,0
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,7	(0,1)	(0,2)	0,3	1,0
FGO / Cargos Fijos	5,8	1,8	0,4	1,3	46,2
FFL / Servicio de Deuda	0,3	(1,3)	(0,8)	(0,2)	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	(0,5)	2,1	0,8	1,9
FCO / Inversiones de Capital	1,4	(16,9)	(48,6)	1,1	39,6
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,6	8,5	44,0	17,6	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	(83,9)	(22,8)	24,2	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,4	(70,2)	(10,1)	21,0	(0,1)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,5	(83,9)	(22,8)	24,2	1,3
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	2,4	(70,2)	(10,1)	21,0	(0,1)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,3	6,5	6,1	8,3	8,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	16,5	14,5	13,3	8,3	72,4
<b>Balance</b>					
Total Activos	4.126.004,9	3.417.042,7	3.556.270,0	3.042.078,0	1.334.894,5
Caja e Inversiones Corrientes	82.744,3	350.660,3	1.175.754,0	267.483,0	96.088,0
Deuda Corto Plazo	310.878,7	311.947,0	280.499,0	169.163,0	66.152,8
Deuda Largo Plazo	1.567.883,7	1.835.733,7	1.836.285,0	1.875.669,0	25.170,5
Deuda Total	1.878.762,5	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
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.878.762,5	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
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.878.762,5	2.147.680,7	2.116.784,0	2.044.832,0	91.323,4
Total Patrimonio	933.911,4	391.267,3	547.046,0	609.458,0	640.680,1
Total Capital Ajustado	2.812.673,9	2.538.948,0	2.663.830,0	2.654.290,0	732.003,5
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	607.484,3	113.857,7	(78.177,0)	27.622,0	371.249,2
Variación del Capital de Trabajo	(554.489,7)	(803.417,9)	(364.152,0)	4.882,0	186.991,3
Flujo de Caja Operativo (FCO)	52.994,6	(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
Inversiones de Capital	(36.568,1)	(40.730,6)	(9.099,0)	(30.178,0)	(14.082,8)
Dividendos	0,0	0,0	0,0	(142.365,0)	(508.002,6)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	16.426,5	(730.290,8)	(451.428,0)	(140.039,0)	36.155,1
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0,0	1.962,6	0,0	0,0	(2.735,0)
Otras Inversiones, Neto	0,0	0,0	1.469.057,0	(1.367.074,0)	574,6
Variación Neta de Deuda	(287.348,7)	(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
Otros (Inversión y Financiación)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación de Caja	(270.922,2)	(1.004.486,5)	878.273,0	157.358,0	77.465,9
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	8.248.691,0	4.993.549,0	3.570.569,0	3.924.238,0	3.827.976,8
Variación de Ventas (%)	103,4	51,9	784,9	2,5	14,3
EBIT Operativo	714.314,7	(64.350,0)	(125.884,0)	56.287,0	51.238,0
Intereses Financieros Brutos	126.375,1	137.773,3	126.285,0	88.266,0	8.216,8
Alquileres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado Neto	523.637,2	(242.882,4)	(123.717,0)	31.003,0	23.795,1

**Resumen Financiero - Marfrig Uruguay**

(miles de USD, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	69.736	6.200	6.192	15.235	11.769
EBITDAR Operativo	69.736	6.200	6.192	15.235	11.769
Margen de EBITDA	8,8	1,0	1,0	2,5	2,1
Margen de EBITDAR	8,8	1,0	1,0	2,5	2,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	34,8	20,9	8,2	8,2	8,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,6)	0,3	0,9	(5,4)	(2,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	81,7	(3,6)	(9,8)	9,1	2,9
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	14,2	4,4	2,0	2,3	3,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	17,5	1,3	1,2	3,5	4,3
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	17,5	1,3	1,2	3,5	4,3
EBITDA / Servicio de Deuda	3,1	0,5	0,3	1,2	0,4
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	3,1	0,5	0,3	1,2	0,4
FGO / Cargos Fijos	14,2	4,4	2,0	2,3	3,5
FFL / Servicio de Deuda	(0,7)	0,5	0,5	(2,2)	(0,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,5)	2,3	2,1	(0,9)	0,1
FCO / Inversiones de Capital	(0,1)	1,7	6,8	(0,3)	4,9
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,0	2,4	6,8	6,6	3,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	8,3	11,1	4,4	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	4,7	5,0	3,2	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,8	8,3	11,1	4,4	2,5
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,7	4,7	5,0	3,2	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,5	8,2	7,6	9,1	10,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	33,8	14,8	26,3	13,0	88,5
<b>Balance</b>					
	29%	290%	208%		
Total Activos	291.314	213.532	232.114	225.510	210.935
Caja e Inversiones Corrientes	5.458	22.164	37.639	17.800	14.223
Deuda Corto Plazo	18.630	7.637	18.086	8.687	25.738
Deuda Largo Plazo	36.513	43.810	50.711	57.957	3.353
Deuda Total	55.144	51.446	68.797	66.644	29.090
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	55.144	51.446	68.797	66.644	29.090
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	55.144	51.446	68.797	66.644	29.090
Total Patrimonio	107.360	52.705	54.674	57.361	82.764
Total Capital Ajustado	162.504	104.152	123.471	124.005	111.854
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	52.563	16.894	5.034	5.825	6.852
Variación del Capital de Trabajo	(53.264)	(12.413)	15.616	(7.078)	18.544
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(701)	4.481	20.650	(1.253)	25.396
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(1)	0	0	0
Inversiones de Capital	(9.702)	(2.636)	(3.055)	(4.250)	(5.147)
Dividendos	(10.000)	0	(12.000)	(27.765)	(34.583)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(20.404)	1.844	5.595	(33.268)	(14.334)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	23	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(21)	(14)	128	0	0
Variación Neta de Deuda	3.718	(17.330)	2.118	36.852	2.986
Variación Neta del Capital	0	0	12.000	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(16.706)	(15.477)	19.841	3.584	(11.349)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	794.149	635.788	609.918	618.634	554.832
Variación de Ventas (%)	24,9	4,2	(1,4)	11,5	6,8
EBIT Operativo	65.312	1.706	1.741	11.048	7.760
Intereses Financieros Brutos	3.990	4.904	5.127	4.343	2.766
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	64.655	(1.968)	(2.686)	6.403	2.659

## **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 III. 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 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 fidejadores 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:	<p>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</p>

## Anexo IV. Dictamen de calificación.

### FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 28 de Enero de 2022, asignó en **Categoría 'A (uy)'** la calificación de Emisor de **Cledinor S.A.** y confirmó\* en la **Categoría 'A(uy)'** las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones emitidas la compañía.

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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 1 de septiembre de 2021 disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com). El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente al Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital

(\*) 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 30 de septiembre 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](http://www.bcu.gub.uy)



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las 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 fáctica 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.